

análise de conjuntura

Nível de Atividade

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3

Vera Martins da Silva analisa o crescimento do PIB em 2023, como reflexo, principalmente, do aumento dos gastos do governo, do consumo das famílias e das exportações.

temas de economia aplicada

Pior a Emenda

HÉLIO ZYLBERSTAJN

p. 9

Hélio Zylberstajn aborda questões ligadas ao financiamento dos sindicatos no Brasil, sugerindo uma abordagem que compatibilize financiamento e liberdade sindical.

Evolução da Estrutura de Contribuintes para a Previdência

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI

p. 16

Rogério Nagamine Costanzi discorre sobre as transformações demográficas que o país vem passando, apontando mudanças na estrutura da previdência e um ritmo lento de incremento dos contribuintes nos últimos anos.

Metodologia para Estimativa de Custo de Capital Próprio em Projetos de Investimento: Uma Abordagem Independente de Ações Negociadas em Bolsa de Valores

ELIAS CAVALCANTE-FILHO, RODRIGO DE-LOSSO, FELIPE SANDE

p. 26

Elias Cavalcante-Filho, Rodrigo De-Losso e Felipe Sande apresentam uma abordagem para mensuração de custo de capital próprio que permite a estimação de parâmetros importantes usando simulações de Monte Carlo.

O Efeito Bruxelas e suas Consequências Sobre o Acordo de Livre Comércio União Europeia-Mercosul

ALAN MARQUES MIRANDA LEAL E EDUARDA MILLER DE FIGUEIREDO

p. 33

Alan Marques Miranda Leal e Eduarda Miller de Figueiredo discorrem sobre o Efeito Bruxelas e a capacidade da União Europeia de influenciar normas e práticas além das fronteiras do bloco.

A Economia Brasileira em 2024

GUILHERME TINOCO

p. 36

Guilherme Tinoco analisa o desempenho da economia brasileira e as perspectivas para 2024, indicando aquecimento da atividade econômica neste início de ano.

Representatividade Feminina e Formulação de Política no Brasil

GABRIEL BRASIL

p. 38

Gabriel Brasil analisa a desigualdade de gênero em diferentes espaços, como na academia e no setor privado, dando destaque para o governo federal que apresenta limitada representatividade feminina.

Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-FEA-USP

p. 41

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 02/2024: Mercado de Capitais é a Principal Fonte de Financiamento das Empresas Brasileiras no Mercado Doméstico

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS DA FIPE

p. 45

O CEMEC-Fipe investiga a composição das fontes de financiamento das empresas brasileiras, apontando o aumento da participação de recursos captados por meio da emissão de títulos da dívida do mercado de capitais.

pesquisa na fea – Economia

p. 59

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

Antonio Candido e o Conselheiro Tolentino
em Nova Edição

RÔMULO MANZATTO

Desestatização e o Estado Regulador: Uma
Faceta do Governo FHC

IVAN COLANGELO SALOMÃO

p. 61

Rômulo Manzatto discorre sobre a trajetória de Antonio Nicolau Tolentino, um funcionário público do Império brasileiro, cuja história foi narrada pelo sociólogo e crítico literário Antonio Candido.

p. 64

Ivan Colangelo Salomão aborda a mudança na política econômica brasileira durante os governos de Fernando Henrique Cardoso (FHC), especialmente no que diz respeito à redução do papel do Estado na economia.

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



Nível de Atividade: Consumo e Exportações Moldaram o Crescimento em 2023

VERA MARTINS DA SILVA (*)

A divulgação do crescimento do PIB em 2,9% em 2023 trouxe um bom e já esperado desempenho da economia nesse ano; ao mesmo tempo, traz inúmeras dúvidas sobre a continuidade desse resultado em 2024.

Segundo as estimativas do Instituto Brasileiro de Estatística e Geografia (IBGE), órgão responsável pelo cálculo das Contas Nacionais no Brasil, no acumulado do ano de 2023, o Produto Interno Bruto (PIB), a preços correntes, atingiu R\$ 10.856,1 bilhões, sendo R\$ 9.486,6 bilhões referentes ao Valor Adicionado (VA) gerado a preços básicos e R\$ 1.369,5 bilhões referentes aos Impostos sobre Produtos Líquidos de Subsídios. O VA apresentou um aumento de 3%

entre 2022 e 2023, enquanto os Impostos Líquidos de Subsídios tiveram um aumento de 2,1%. Entre os Impostos destaca-se o aumento de 2% do Imposto de Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), refletindo não só o aumento da atividade como o aumento de alíquotas médias de vários Estados, como antecipação de eventuais mudanças de regras com a implementação da reforma tributária.¹

No Gráfico 1 pode-se ver o desempenho do VA, Impostos sobre Produtos Líquidos de Subsídios e do PIB ao longo dos trimestres, no acumulado entre o primeiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2023. Destaca-se que 2020 foi o ano da pandemia da covid-19, que derrubou as atividades eco-

nômicas e o emprego agregados, enquanto 2021 foi de forte recuperação sobre uma base de atividade econômica deprimida.

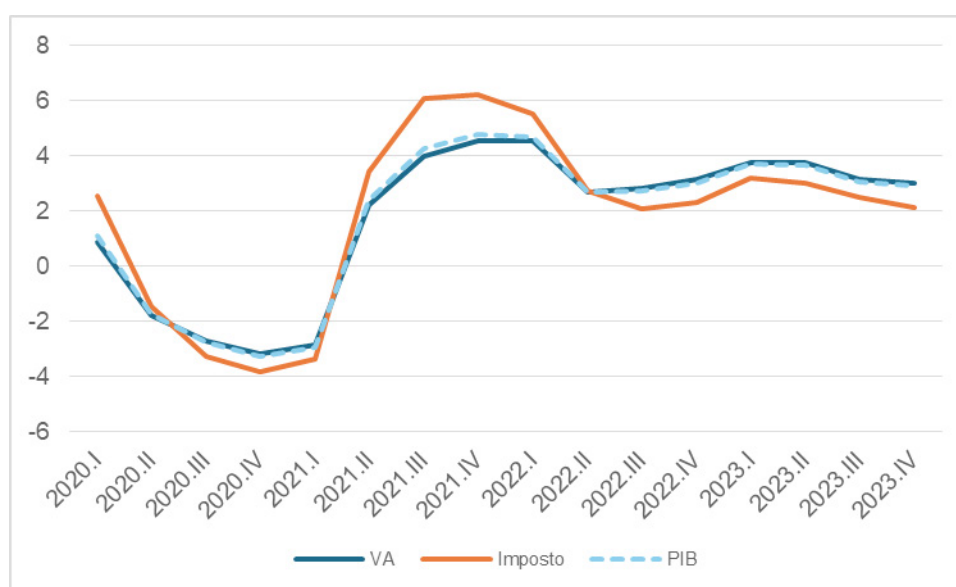
Em 2022, vários setores ainda sofriam o impacto das crises sanitária e econômica, e naquele ano houve eleições para Estados e governo federal. Isto estimulou a adoção de várias medidas de caráter eleitoral como também medidas compensatórias por parte do governo federal a indivíduos, Estados e Municípios devido ao forte aumento dos preços de combustíveis e das *commodities* em geral, consequência dos desdobramentos da guerra na Ucrânia.

Ao longo de 2023, esse aumento de preços nos combustíveis foi se dis-

sipando, o que permitiu uma recuperação de renda das famílias. Ao lado do aumento do Consumo das Famílias, o governo federal obteve também a possibilidade de expansão de gastos em 2023 em virtude da suspensão do regime de Teto dos Gastos (Emenda Constitucional 95/2016). Este gerava uma forte contenção de grande parte das despesas federais primárias, mas mostrava sua ineficácia como regra fiscal ao ter sido furado ao longo de diversos episódios de gastos extra-

ordinários, como as despesas extras para combater a pandemia da covid-19 e precatórios a pagar em forte expansão. A PEC da Transição (PEC 32/2022, transformada em Emenda Constitucional 126/2022) permitiu a expansão de gastos com transferências de renda e a recomposição de gastos diversos do governo federal em 2023, gerando um efeito de expansão do gasto público e aumento de demanda.

Gráfico 1 - Valor Adicionado, Impostos Sobre Produtos Líquidos de Subsídios e PIB, Variações Trimestrais, Acumulado em Quatro Trimestres (%). 2020.I a 2023.IV



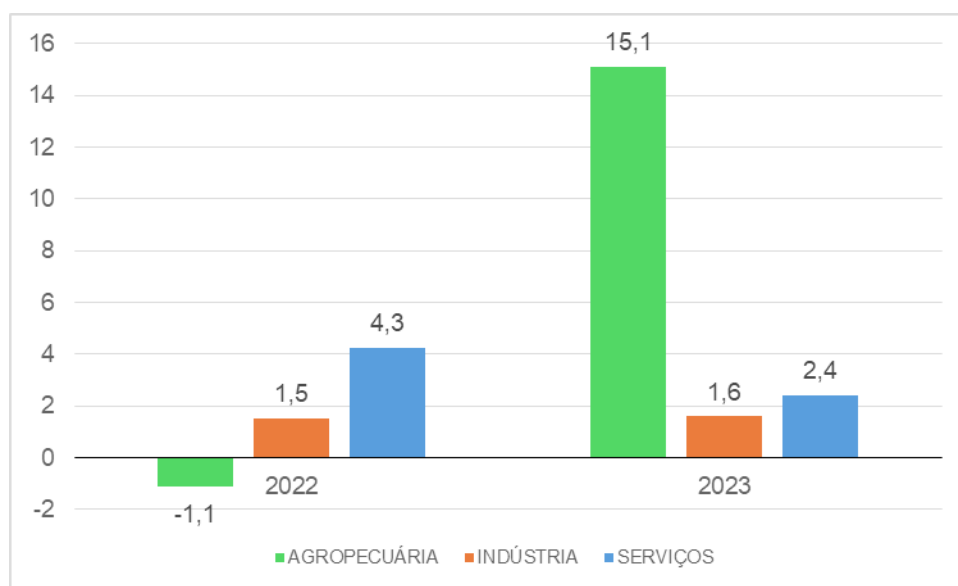
Fonte: Contas Nacionais Trimestrais, IBGE.

Com o crescimento do PIB estimado pelo IBGE de 2,9% em 2023 em relação ao ano de 2022, o PIB *per capita*, definido como o PIB em valores correntes do ano sobre a população estimada no meio do ano, atingiu R\$ 50.193,72 – um aumento em termos reais de 2,2% sobre esse indicador em 2022, o que definitivamente é auspicioso, apesar de o país continuar tendo uma distribuição de renda fortemente concentrada.

Sob a ótica da produção, entre 2022 e 2023, o destaque foi o aumento do Valor Adicionado na Agropecuária,

que cresceu 15,1%; os Serviços tiveram um aumento de 2,4% e a Indústria teve aumento de 1,6%. O desempenho dos grandes setores da economia em 2022 e 2023 pode ser visto no Gráfico 2, onde a Agropecuária aparece claramente como um grande fator de aumento da produção brasileira e, sem dúvida, alguns produtos, como a soja, tiveram uma expansão notável. Contudo, como se vê nesse gráfico, a Agropecuária teve um desempenho negativo no ano de 2022, resultado de condições climáticas adversas de então.

Gráfico 2 - Desempenho do VA dos Setores de Atividade Econômica, 2022 e 2023. (%).



Fonte: Contas Nacionais Trimestrais/IBGE.

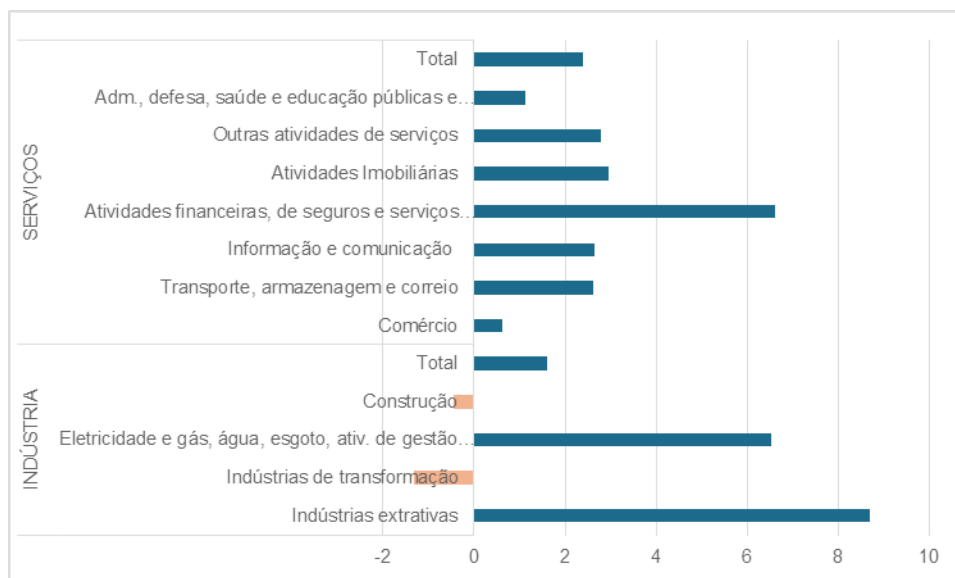
No caso da Agropecuária, em 2023, o destaque foi a expansão recorde da produção da soja (+27%) e milho (+19%), que compensaram a redução das culturas de trigo (-23%), laranja (-7%) e arroz (-3,5%).

Entre as atividades de Serviços, segundo o IBGE, todas apresentaram crescimento no comparativo entre 2022 e 2023, destacando-se as Atividades Financeiras, de Seguros e Serviços Relacionados (+6,6%), Atividades Imobiliárias (+3%) e Outras Atividades de Serviços (+2,8%).

Já entre as Indústrias, os resultados são muito diversos. As Indústrias Extrativas cresceram 8,7% em de-

corrência da expansão de Valor Adicionado das atividades ligadas ao petróleo, ao gás natural e ao minério de ferro. As atividades de Eletricidade, Água, Esgoto e Gestão de Resíduos também tiveram expansão importante (+6,5%) dada a melhoria das condições hídricas e aumento de temperatura em relação ao ano de 2022. Já a Construção apresentou uma relativa estagnação (-0,5%) e a Indústria de Transformação apresentou uma queda de VA de 1,5%. O Gráfico 3 apresenta o desempenho de Serviços e Indústria em 2023 comparativamente a 2022.

Gráfico 3 - Desempenho das Atividades de Serviços e Indústrias em 2023 em Relação a 2022. Variação do VA Acumulado em Quatro Trimestres (%)



Fonte: Contas Nacionais Trimestrais/IBGE.

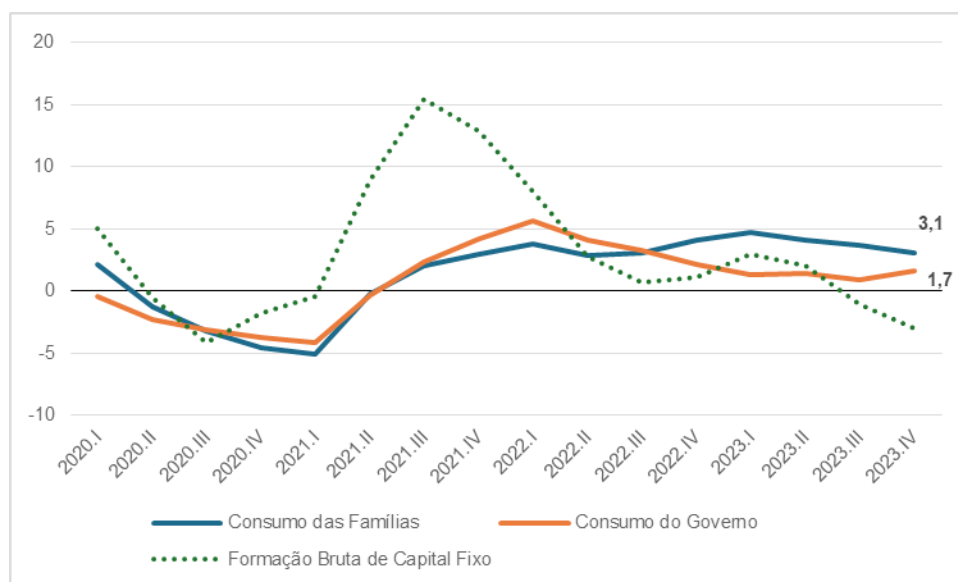
Pela ótica da despesa, o Consumo das Famílias cresceu 3,1% entre 2022 e 2023, influenciado pela expansão da massa salarial, pelo aumento dos montantes dos programas de transferência de renda e pela redução da inflação ao longo de 2023. A despesa de Consumo do Governo aumentou 1,7%. Isto foi possível por conta de fatores como a reconstituição de montantes orçamentários do governo federal a partir da PEC da Transição. Além disso, houve aumento de compensações por parte do governo federal aos níveis subnacionais de governo. Este aumento contrabalançou a queda da arrecadação estadual decorrente da redução de

alíquotas do ICMS estadual (como o caso dos itens relacionados aos combustíveis), imposta pelo governo federal aos Estados em 2022. Destaca-se que o grosso da compensação aos Estados foi feito em 2023, e reforçou os caixas e gastos estaduais.

A Formação Bruta de Capital Físico teve queda de 3% especialmente pela forte queda de 9,4% da demanda de Máquinas e Equipamentos e pela estagnação da Construção, não compensada pelo aumento de 5,8% em Outros itens de Formação Bruta de Capital Físico.² A Taxa de Investimento foi de 16,5% do PIB em 2023, inferior

aos 17,8% estimados para o ano de 2022. A Taxa de Poupança foi estimada em 15,4% em 2023, um pouco inferior aos 15,8% de 2022. O Gráfico 4 apresenta o desempenho do Consumo das Famílias, Consumo do Governo e Formação Bruta de Capital Físico entre o primeiro trimestre de 2020 – ano da queda dos agregados macroeconômicos em decorrência da pandemia – e o último trimestre de 2023. O Aumento do Consumo das Famílias (+3,1%) foi o fator de maior expansão do PIB, enquanto a Formação Bruta de Capital Físico (-3%) puxou para baixo o resultado.

Gráfico 4 - Desempenho do Consumo das Famílias, Consumo do Governo e Formação Bruta de Capital Fixo. Crescimento Acumulado em Quatro Trimestres, 2020.I a 2023.IV. (%)



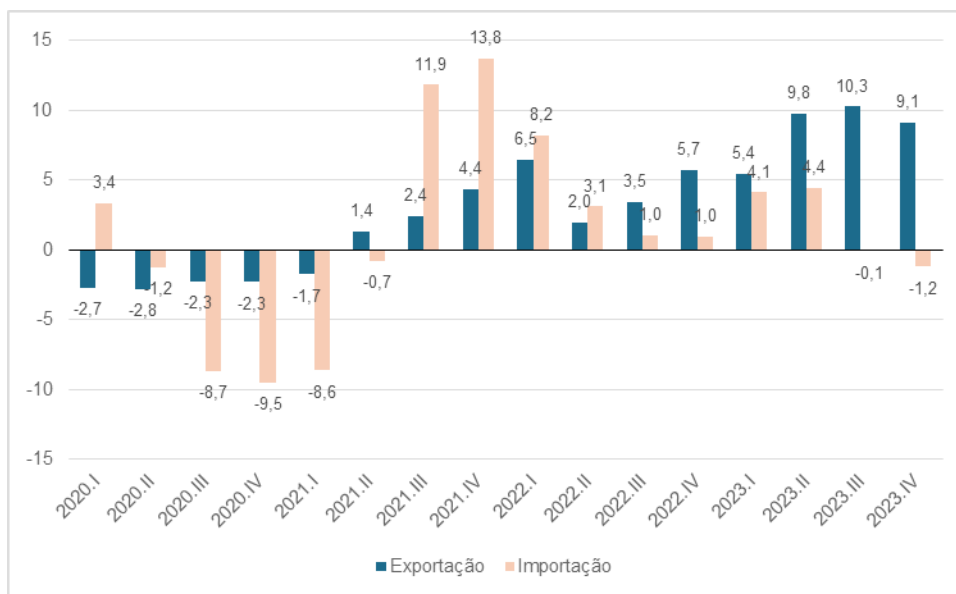
Fonte: Contas Nacionais Trimestrais/IBGE.

As Exportações de Bens e Serviços aumentaram 9,1% enquanto as Importações de Bens e Serviços caíram 1,2% no comparativo anual entre 2023 e 2022, sendo que as exportações que mais se destacaram foram de agricultura e produtos alimentícios, produtos da indústria extrativa mineral e petróleo e derivados. No caso das importações, as maiores quedas foram entre produtos químicos, derivados de petróleo e produtos da indústria extrativa mineral e produtos de metal.

O Gráfico 5 apresenta os resultados das Exportações e Importações de Bens e Serviços entre o primeiro trimestre de 2020 e o terceiro trimestre de 2023. Destaca-se o desempenho positivo das Exportações

desde o início de 2021 e, especialmente em 2023, em virtude dos preços de *commodities* ainda altos. Por outro lado, as Importações apresentaram queda de 0,1% no terceiro trimestre de 2023 e de 1,2% no último trimestre de 2023, indicando uma desaceleração da economia brasileira. Efetivamente, o PIB trimestral acumulado em quatro trimestres vem desacelerando no comparativo de 2023 contra 2022, passando de um aumento de 3,7% no primeiro e segundo trimestres, para queda de 3,1% no terceiro trimestre e 2,9% no quarto trimestre. Daí a dúvida sobre a possibilidade de a economia brasileira ter em 2024 um resultado positivo semelhante ao de 2023.

Gráfico 5 - Desempenho de Exportações e Importações de Bens e Serviços, Variação Acumulada em Quatro Trimestres, 2020.I a 2023.IV. (%)



Fonte: Contas Nacionais Trimestrais/IBGE.

1 O ICMS corresponde a cerca de 91% do total dos Impostos sobre produtos.

2 A Construção representou 45,5% do total da Formação Bruta de Capital Físico, enquanto Máquinas e Equipamentos representou 37,8% e Outros apenas 16,8% em 2023.

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

temas de economia aplicada



Pior a Emenda

HÉLIO ZYLBERSTAJN (*)

Em uma democracia, os sindicatos têm o papel muito importante de representar os interesses dos trabalhadores nas empresas e na sociedade maior. Por essa razão, é desejável reservar-lhes o espaço e os instrumentos para desempenharem seu papel. Para exercer seu papel, precisam de garantias legais e de acesso a recursos para financiar suas atividades. No Brasil, assim como em muitos países, atividade sindical é reconhecida e contemplada na Constituição e na legislação geral, mas no Brasil padecemos de graves inconsistências nessa área. Uma delas é o financiamento dos sindicatos, questão muito mal resolvida por aqui. Este

texto aborda exatamente este controvertido tema.

O texto começa, na próxima seção, mostrando a similaridade entre a representação de interesses e os bens públicos, com a finalidade de abordar o financiamento dos sindicatos sob o ponto de vista microeconômico. A segunda seção atrela o financiamento sindical ao regime sindical, mostrando que não é recomendável isolar as duas questões. A terceira seção discute as idas e vindas da compulsoriedade do pagamento das contribuições sindicais e a seção seguinte aborda o tema inevitável do exercício do direito à oposição. A última seção mostra o dilema que temos que enfrentar e sugere a abordagem

conjunta para compatibilizar financiamento e liberdade sindical.

1 Financiamento Compulsório dos Sindicatos: Argumento Microeconômico

Grande parte dos serviços produzidos pelo Estado são bens públicos: Defesa Nacional, Segurança Pública, Sistema de Justiça, Inspeção sanitária da fabricação de alimentos, Organização do Trânsito nas cidades, Iluminação Pública, Defesa da Concorrência, etc. A simples existência desses serviços permite que sejam utilizados e consumidos por todos os cidadãos. Todos podem usufruir. Bens públicos não têm curvas de demanda porque não é

possível cobrar individualmente quem os utiliza. São bens essenciais, mas não transacionáveis. Assim que produzidos e disponibilizados, são consumidos, inevitavelmente.

Como cobrir os custos da produção e garantir a oferta dos bens públicos? Como fazer os consumidores pagarem pelo seu consumo? Como garantir que todos os usuários (ou seja, todos os cidadãos) paguem por eles? O Estado pode compelir os cidadãos por meio de dois instrumentos. Um *soft* e um *hard*. O caminho *soft* seria convencer a população de que o pagamento dos bens públicos é um dever que os cidadãos devem cumprir espontaneamente e solidariamente. O caminho *hard* seria a imposição de impostos incidindo sobre todos os cidadãos. O primeiro caminho cria um claro incentivo a não pagar, que induziria o comportamento do caronismo. O segundo, por meio de multas e outras penalidades, cria um forte desincentivo ao descumprimento da obrigação de pagar. Os Estados, obviamente, preferem o segundo caminho, de menor risco.

A representação dos interesses dos trabalhadores tem a característica de um bem público. O sindicato busca aumentos salariais, benefícios, melhores condições de trabalho, regras de promoção, segurança no emprego, proteção contra demissão etc. Quando consegue uma melhoria, procura documentar para comprometer a empresa a

cumprir o negociado. Todos os trabalhadores se beneficiam porque a nova regra se aplica a todos. Assim como no caso dos bens públicos produzidos pelo Estado, para evitar o caronismo, o financiamento do serviço de representação dos interesses dos trabalhadores depende de taxas com pagamento compulsório. Se a sociedade aceitar o princípio democrático de que os interesses dos trabalhadores precisam ser representados e considerados, e que o sindicato laboral é a instituição encarregada desta missão, a obrigatoriedade do pagamento das taxas sindicais faz todo sentido. Se não for assim, a sobrevivência dos sindicatos fica ameaçada.

2 Financiamento Compulsório e Regime Sindical

A CLT estabeleceu o regime da unicidade sindical, desde o início de sua vigência, nos anos 1940. A unicidade significa que em um mesmo município não pode haver mais de um sindicato para representar uma categoria. A CLT criou, desde o início também, o Imposto Sindical (rebatizado mais tarde como Contribuição Sindical), a ser cobrado compulsoriamente, descontado pela empresa do salário no mês de março de cada ano e correspondendo a um dia de salário. Com o caráter compulsório, a CLT evitou o caronismo e garantiu o financiamento da prestação do serviço de representação dos inte-

resses dos trabalhadores. Do ponto de vista econômico, a compulsoriedade da contribuição fazia sentido. Mas a combinação das duas regras (compulsoriedade da contribuição e unicidade sindical) criou um modelo sindical artificial e pouco usual no mundo: sindicatos com receita garantida operando em um monopólio (o sindicato único), com um mercado cativo (todos são obrigados a “comprar” o serviço). O resultado dessa combinação é conhecido: nossos sindicatos, via de regra, são pouco representativos e distantes de suas bases.

Poucos países adotam a unicidade sindical. A regra mais geral é a liberdade sindical, que resulta na existência de vários sindicatos disputando a preferência dos trabalhadores. A concorrência entre diversas correntes sindicais produz entidades mais próximas das bases, mais autênticas, mais representativas e, no conjunto, mais poderosas. Esse é o caso da maioria dos países desenvolvidos, com duas importantes exceções: Alemanha e Estados Unidos, que adotam a unicidade sindical, mas de forma bastante diferente do caso brasileiro.

Na Alemanha, a unicidade sindical foi decidida pelo próprio movimento sindical, ou pelo que restou do movimento sindical, depois da derrota do país na 2ª Guerra Mundial. Os sindicalistas sobreviventes ao desastre do nazismo decidiram unificar todas as tendências que os

separavam antes de Hitler, para se fortalecer e evitar futuras ameaças políticas. No Brasil, a unicidade resultou de uma decisão do governo ditatorial de Getúlio Vargas, imposta de cima para baixo. Na Alemanha, foi o resultado de decisão unificadora, de baixo para cima e dura até hoje. Como lá a lei não trata desta matéria, a unicidade é resultado de decisão dos próprios trabalhadores.

Nos Estados Unidos, a legislação estabelece que, em cada empresa, os trabalhadores devem decidir se desejam ser representados por um sindicato. Para decidir, solicitam a realização de um plebiscito, que é organizado pela agência especializada do Estado. Se no plebiscito a maioria decidir pela representação sindical, haverá apenas um sindicato – o escolhido pelos trabalhadores – que representará todos os trabalhadores e todos terão que pagar a contribuição sindical. É, portanto, um caso de unicidade

sindical com compulsoriedade na contribuição. É similar no desenho ao caso brasileiro, mas muito diferente na essência porque lá a situação resulta de decisão dos trabalhadores e aqui independentemente do desejo dos trabalhadores, a unicidade e compulsoriedade existem.

Em países que adotam o regime da liberdade sindical, em geral, a questão da compulsoriedade das contribuições tem menor relevância porque, como os trabalhadores escolhem e se associam ao sindicato com o qual têm mais afinidade, tornam-se contribuintes voluntários. Mesmo assim, o risco do caronismo existe e, para reduzir seu impacto, estes países adotam medidas complementares para reforçar a influência e o escopo de atuação dos sindicatos laborais. Muitos deles delegam aos sindicatos atividades de interesse social, como por exemplo, a operação do pagamento do seguro-desemprego,

a gestão de programas de treinamento de trabalhadores e a triagem de requerentes de benefícios sociais. Estes são os casos da maioria dos países europeus, nos quais a taxa de sindicalização (embora declinante) apoiada pelas atividades complementares delegadas tem sido suficiente para garantir o financiamento das atividades de representação dos interesses laborais.

Os parágrafos desta seção mostram que, para avaliar o modelo de representação de interesses dos trabalhadores, o sistema de financiamento dos sindicatos tem que ser observado juntamente com o regime sindical no qual eles operam. Examinando as duas dimensões em conjunto, o resultado é mais completo do que o exame de cada uma delas, separadamente. O Quadro 1 a seguir resume as quatro combinações e os respectivos possíveis efeitos no sistema de representação de interesses laborais.

Quadro 1 - Os Quatro Modelos de Representação de Interesses Laborais

| | | Financiamento sindical | |
|-----------------|-----------|---|---|
| | | Compulsório | Voluntário |
| Regime sindical | Unicidade | A Baixa representatividade, artificialidade | C Risco de caronismo, precisa de lastro histórico-social |
| | Liberdade | B Financiamento assegurado e alta representatividade | D Risco de caronismo, precisa de apoio estatal |

A célula A representa muito bem o sistema brasileiro, pois aqui temos o pagamento compulsório das contribuições sindicais e a unicidade sindical. O resultado é conhecido: sindicatos pouco representativos e representação de interesses laborais muito deficiente. A célula B representa uma combinação bastante interessante, pois as contribuições são compulsórias (evitando o caronismo) e permite a escolha do sindicato pelo trabalhador. Se lembrarmos que nos Estados Unidos a unicidade sindical é imposta na lei, mas os trabalhadores podem escolher o sindicato que vai representá-los, esta célula pode ser considerada como representativa do caso americano. A célula C, por sua vez, pode ser entendida como representativa do caso alemão, pois junta a unicidade sindical (por escolha dos trabalhadores) com a contribuição voluntária, que, neste caso, não tem os vazamentos oportunistas do caronismo, pois a sindicalização e a identificação dos trabalhadores estão enraizadas na tradição social

alemã. Finalmente, a célula D pode ser considerada como representativa da maioria dos países europeus, nos quais o espaço de atuação sindical é reforçado pela ampliação de suas atividades nos programas sociais governamentais.

Neste ponto, é preciso esclarecer que o autor não pretende ter encerrado a discussão sobre modelos de sistemas de relações de trabalho com a apresentação do Quadro 1. Longe disso. Relações de trabalho constituem um tema amplo e complexo que, evidentemente, não pode ser limitado ao exame da matriz de dupla entrada do Quadro 1. O intuito aqui é bem mais modesto: apenas enfatizar que a questão do financiamento dos sindicatos não deve ser tratada isoladamente e, no caso brasileiro, é fundamental conectá-lo com o regime sindical porque, no nosso país, por razões históricas e políticas, acabamos escolhendo a pior das quatro combinações aqui expostas.

3 O Fim e a Volta da Compulsoriedade

Na Reforma Trabalhista de 2017 (Lei 13.467), os defeitos do sistema sindical brasileiro motivaram os legisladores a tornar a Contribuição Sindical voluntária, determinando que apenas os que queiram contribuir devem manifestar sua vontade para que a empresa efetue o desconto no seu contracheque. Os demais, que não querem contribuir, estão desobrigados de se manifestar. O impacto do fim da compulsoriedade foi enorme: sua arrecadação, que em 2017, era de aproximadamente R\$3 bilhões (valores atuais), caiu nos anos seguintes para apenas algumas dezenas de milhões de reais. O efeito carona e a falta de representatividade foram, muito provavelmente, os causadores dessa estrondosa queda.

Desde os anos 1960, os sindicatos de trabalhadores brasileiros foram criando diversas contribuições

para complementar os recursos provenientes da Contribuição Sindical. Além da Contribuição Social (devida pelos sócios), as mais frequentes são a Contribuição Assistencial, a Contribuição Negocial (a mais frequente) e a Contribuição Confederativa (esta última introduzida pela Constituição de 1988, para custear o “sistema confederativo” da estrutura sindical). Todas elas são estabelecidas por meio de cláusulas negociadas com os representantes patronais e incluídas nas convenções coletivas e em acordos coletivos. As cláusulas estabelecem a obrigação das empresas de descontar dos salários dos seus empregados o valor da contribuição negociada e recolher aos respectivos sindicatos.

Muitas vezes, as contribuições servem de moeda de troca na mesa de negociação. As empresas concordam em recolhê-las, em troca da retirada e/ou da flexibilização de itens da pauta sindical. Mas, muitas vezes, o lado patronal não aceita a obrigação de recolher, e o impasse se transforma em litígio levado à Justiça do Trabalho, chegando até ao STF.

A repetição dessas ações levou o STF a estabelecer jurisprudência, baseada na Constituição Federal, segundo a qual nenhuma das contribuições negociadas tinha caráter compulsório. O sindicato tinha o direito de cobrá-las apenas

dos trabalhadores associados. Em 11/09/2023, sob o argumento de que a extinção da compulsoriedade da Contribuição Sindical ameaçava a sobrevivência das entidades sindicais, o STF reformulou sua posição e passou a considerar constitucional o direito de o sindicato cobrar a Contribuição Assistencial de todos os representados. O teor da decisão é apresentado a seguir:

É constitucional a instituição, por acordo ou convenção coletivos, de contribuições assistenciais a serem impostas a todos os empregados da categoria, ainda que não sindicalizados, desde que assegurado o direito de oposição.

Levando em conta as considerações das seções anteriores, o autor se atreve a dizer que os parlamentares de 2017 e o STF de hoje, embora tomando medidas de direções opostas, incorreram no mesmo erro. Ambos alteraram normas que regulam o financiamento dos sindicatos sem levar em conta outros aspectos, notadamente, a relevante questão do regime sindical. O fim da compulsoriedade em 2017 produziu um duro golpe no sindicalismo brasileiro, até então muito dependente da Contribuição Sindical. E agora, a decisão do STF de constitucionalizar a Contribuição Assistencial nos fez voltar à situação anterior à Reforma Trabalhista.

Quando a Contribuição Sindical era obrigatória, não havia possibilidade de oposição. A oposição foi admitida quando deixou de ser obrigatória e é exercida simplesmente pela não manifestação. O STF permitiu que os sindicatos cobrassem as taxas negociadas com as empresas, desde que as respectivas cláusulas assegurassem o direito de oposição. No entanto, não explicou como o direito poderia ser exercido e essa omissão, na prática, tornou compulsória a contribuição negociada. A próxima seção exhibe alguns exemplos concretos dessa compulsoriedade, que a omissão do STF permitiu.

4 O Direito à Oposição, na Prática

O Quadro 2 a seguir apresenta, a título de exemplo, cinco cláusulas que instituem contribuições para sindicatos de trabalhadores, extraídas de instrumentos coletivos disponibilizados na página MEDIADOR do Ministério do Trabalho e Emprego e selecionadas pelo Salariômetro da Fipe. Os instrumentos do MEDIADOR são documentos públicos, acessíveis livremente naquela página e, embora pudessem ser identificados neste texto, o autor prefere preservar a identidade das partes que os negociaram, mas se dispõem a indicar os números de registro dos documentos aos leitores interessados, para que possam acessá-los e conhecê-los na íntegra.

Quadro 2 - Cinco Exemplos de Cláusulas que Instituem Contribuições para Sindicatos Laborais

| Caso e data | Conteúdo da cláusula | Direito de oposição |
|--------------|--|---|
| 1 03/2024 | Contr. Assistencial mensal = 2% do salário + Contr. Negocial = 2% em maio + Contr. sindical em março = 1 dia de salário (Total = 29,3% do salário ao ano) | Oposição ativa, até 10 dias após a assinatura da convenção |
| 2 01/2024 | Contr. Assistencial = 2% do salário ao mês inclusive o 13º + 5% no primeiro mês (total 29% do salário ao ano) | Oposição ativa até 30 dias após a assembleia que define a pauta sindical, mediante pagamento de R\$250,00 ao sindicato |
| 3 03/2024 | Contr. Confederativa = 4% do salário ao mês + Contr. Sindical = 1 dia de salário em março + Taxa Social = 4% do salário, uma vez + Contr. Associativa = 3% do salário ao mês (Total aproximado = 55,3% ao ano, além da Contr. Associativa) | Oposição ativa, até 10 após o primeiro desconto |
| 4 01/2024 | Contr. Assistencial = 1,5% do salário ao mês sendo duas vezes = 3,0% do Piso + Subsídio Patronal = 1,5% do Piso ao mês (essa parcela é paga pela empresa). Total = pelo menos 36% do Piso ao ano | Não prevista no instrumento |
| 5 05/2023 | Taxa Sindical – 1,5% ao mês + Taxa Negocial de Solidariedade = 11,33% em maio + Reforço Sindical de Solidariedade = R\$25 por mês por empregado (pago pela empresa). Total: 29,33% do salário + R\$300 pagos pela empresa. | Oposição ativa mediante entrega no sindicato de declaração assinada, nos seguintes termos: “Venho pessoalmente e por meio do presente exercer o meu direito de oposição à filiação associativa ao (nome do sindicato) de forma que não sejam descontados de meu salário quaisquer tipo de contribuições em favor desta entidade sindical, seja taxa de fortalecimento ou associativa, declaro estar ciente de meu ato, sendo que não poderei usufruir, tampouco questionar os direitos e benefícios concedidos aos associados desta entidade, previstos no estatuto e demais normas internas desta entidade sindical” |

O objetivo do Quadro 2 é mostrar alguns exemplos de cláusulas de contribuições sindicais com valores e condições exageradas. O conjunto de exemplos que o formam não tem representatividade estatística, mas indica até onde poderão chegar os valores cobrados e as condições impostas aos trabalhadores e às empresas e, principalmente, as regras para o exercício do direito à oposição. A primeira coluna indica o número do caso (de 1 a 5) e a data do início de vigência do instrumento. A segunda coluna informa o valor das contribuições negociadas em cada caso (pode haver mais de uma contribuição em um mesmo instrumento) e a terceira coluna descreve como o direito de oposição pode ser exercido e classifica-o usando o critério do Salariômetro. Para o Salariômetro, a oposição é **ativa** quando o trabalhador precisa manifestá-la explicita-

mente e é **passiva** quando a não manifestação basta para indicar recusa em pagar a contribuição.

No caso 1, há três contribuições, que são descontadas do salário e recolhidas pela empresa ao sindicato laboral (exceto a Contribuição Sindical, que é depositada na Caixa Econômica Federal). O valor total anual das três contribuições é de 29,3% de um salário mensal. A oposição é ativa e o trabalhador que quiser o direito tem um prazo curto, de apenas 10 dias, após a assinatura do instrumento coletivo.

O caso 2 estabelece uma Contribuição Assistencial que totaliza, no ano, 29% do salário mensal. Para exercer o direito à oposição (ativa), o trabalhador tem o prazo de 30 dias contados a partir da assembleia de aprova-

ção da pauta para se manifestar e deve pagar a taxa de R\$250.

No caso 3, o valor anual das contribuições chega a 55,3% do salário mensal e o direito à oposição (ativa) pode ser exercido em até 10 dias após o primeiro desconto no salário.

O caso 4 estabelece uma Contribuição Assistencial anual descontada do trabalhador de 21% do salário, além de um Subsídio de 18% do salário ao ano, pago pela empresa, totalizando 36% ao ano. Neste caso, não há previsão para o exercício do direito à oposição.

O caso 5 prevê uma Taxa Sindical e uma Taxa Negocial que, somadas, chegam ao valor anual de 29,33% do salário, descontadas do trabalhador, mais uma Taxa de Reforço no valor anual de R\$300, paga pela empresa.

Os casos que compõem o Quadro 2 mostram que os sindicatos laborais que negociaram estas cláusulas (a) estão cobrando taxas muito elevadas; (b) estão exigindo participação de empresas no seu financiamento e (c) estão restringindo o direito à oposição dos trabalhadores. Não se pode e nem se pretende generalizar e atribuir estas condutas a todos os sindicatos, mas é preciso mencionar a tendência ao exagero na busca de recursos pelos sindicatos.

Os sindicatos brasileiros – todos, sem exceção – argumentam que a deliberação da cobrança das contribuições nas suas assembleias lhes dá o direito irrestrito de exigí-las de todos os representados, sejam ou não seus associados. A ressalva do STF sobre o direito à oposição não tem sido considerada, como mostraram os exemplos do Quadro 2. Na realidade, estamos vivendo uma situação de fato: voltamos à nociva combinação de unicidade sindical com compulsoriedade no pagamento das contribuições.

5 E Agora?

Neste momento, há uma espécie de competição entre duas esferas do Poder Judiciário. De um lado, o STF terá que, em algum momento, estabelecer a modulação do direito de oposição, objeto da ressalva na sua decisão. De outro lado, o Tribunal Superior do Trabalho (TST) anunciou que definirá as regras para o exercício da oposição, em decorrência de processo que está examinando em grau de recurso. Os dois tribunais têm pela frente uma escolha difícil. De um lado, se facilitarem o direito à oposição (por exemplo, definindo que será passiva), terão criado o incentivo ao caronismo e os sindicatos não conseguirão arrecadar. Por outro lado, se dificultarem o exercício do direito, teremos voltado à indesejável combinação da unicidade com compulsoriedade.

Qualquer que seja a decisão das duas instâncias, elas abordarão apenas uma parte do problema e com o risco de produzir uma emenda pior do que o soneto. Precisamos reescrever o poema desde o início, instituindo definitivamente a liberdade sindical combinada com a compulsoriedade das contribuições.

() Professor Sênior da FEA/USP e Coordenador do Salariômetro da Fipe.
(E-mail: hzy@hzy.com.br).*

Evolução da Estrutura de Contribuintes para a Previdência

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI (*)

No período de 2012 a 2022 foi observado um ritmo lento de incremento dos contribuintes para a previdência, bem como ocorreram relevantes mudanças na estrutura ou composição, mais especificamente, incremento da participação das mulheres, diminuição da importância relativa dos jovens e da região Sudeste. Essas mudanças decorrem tanto das transformações demográficas que o país vem passando, com rápido e intenso envelhecimento populacional, quanto da evolução do próprio mercado de trabalho, que não foi tão positiva no período e em alguns aspectos foi ainda pior para os mais jovens e para algumas regiões do país. Esse quadro associado à pressão do envelhecimento sobre a velocidade de expansão dos benefícios resultou na continuidade da piora da relação de contribuintes por benefício. De forma a analisar essas questões, o presente artigo está organizado da seguinte forma:

a) Na primeira seção será analisada a evolução do total de contribuintes para a previdência e as mudanças na sua estrutura ou composição, bem como a relação contribuinte por benefício;

b) na segunda parte serão feitas as considerações finais.

1 Evolução dos Contribuintes e da Composição

No período de 2012 a 2022, houve importantes alterações na estrutura de contribuintes para a previdência social, mais especificamente na composição por sexo, faixa etária e mesmo por região geográfica ou unidade da federação. Considerando o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), pode-se falar em baixo ritmo de crescimento de contribuintes no período de 2012 a 2022, abaixo da velocidade de incremento do estoque de benefícios do RGPS ou do INSS como um todo (considerando previdenciários e assistenciais).

Entre 2012 e 2022, o total de contribuintes (pelo menos uma contribuição no ano) passou de 67,2 milhões, no ano de 2012, para 72,1 milhões no ano de 2022, que correspondeu a uma alta acumulada de 7,3%. Tal comportamento representou um crescimento médio anual dos contribuintes do RGPS de apenas + 0,7%a.a. Quando se considera o número médio mensal

de contribuintes, o total cresceu de 50,9 milhões, em 2012, para 57,5 milhões no ano de 2022, que correspondeu em incremento acumulado de 12,9% (alta média anual de 1,2%a.a.), como pode ser visto na Tabela 1.

Uma mudança relevante na estrutura diz respeito a composição por gênero/sexo, sendo que as mulheres aumentaram a sua participação. Considerando o total de contribuintes (com pelo menos uma contribuição no ano), enquanto as mulheres registraram incremento de 16,5% entre 2012 e 2022 (média anual de 1,5%a.a.), os homens, no mesmo período, tiveram aumento no total de contribuintes para o RGPS de cerca de 5% (alta média anual de 0,5%a.a.). Portanto, o ritmo de crescimento entre as mulheres foi de cerca de 3 vezes aquele observado para os homens no período entre 2012 e 2022. Essas taxas estão afetadas pela existência de casos com sexo ignorado¹, mas de qualquer forma, pode se falar na tendência de maior importância relativa das mulheres no total de contribuintes do RGPS (com pelo menos uma contribuição no ano e sem considerar casos com

sexo ignorado): a participação do sexo feminino cresceu de 43,9% para 46,5% entre 2012 e 2022 (vide Tabela 1).

Outra mudança relevante na estrutura diz respeito à composição por faixa etária, com queda na importância relativa dos mais jovens. O ritmo de crescimento dos contribuintes claramente teve uma correlação proporcional com a idade, ou seja, mais baixa (na verdade negativa) para os mais jovens e mais elevada para as pessoas idosas. O ritmo de incrementos dos contribuintes para o RGPS, entre 2012 e 2022, foi de - 9,5%, +4,3%, 27,7% e 71%, respectivamente para os grupos etários de até 29 anos, 30 a 39 anos, 40 a 59 anos e 60 anos ou mais. Em termos de média anual, enquanto entre os jovens até 29 anos houve queda de 1%a.a., para as pessoas idosas houve incremento ao ritmo de + 5,5%a.a. no período entre 2012 e 2022 (ver Tabela 1).

Como consequência, a participação dos jovens até 29 anos no total de contribuintes do RGPS

(considerando pelo menos uma contribuição no ano) caiu de um patamar de 34,2%, em 2012, para cerca de 28,1% no ano de 2022. Grosso modo, pode-se dizer, de forma aproximada, que os jovens até 29 anos, os quais representavam em 2012 cerca de 1/3 do total de contribuintes do RGPS, tiveram sua participação reduzida para um nível ligeiramente superior a ¼. Por outro lado, os grupos etários de 40 a 59 anos e 60 anos ou mais de idade tiveram incremento acima da média e, conseqüentemente, aumentaram sua participação no período. Entre 2012 e 2022, as pessoas idosas (60 anos ou mais de idade) aumentaram sua participação no total de contribuintes do RGPS de 4%, no ano de 2012, para 6,2% no ano de 2022. Na mesma comparação temporal, a faixa etária de 40 a 59 anos passou de 33,3% para 38,6% do total. Portanto, no agregado, os segurados com 40 anos ou mais de idade passaram de 37,2% para 44,8% do total de contribuintes do RGPS entre 2012 e 2022, ou seja, estão se aproximando da metade.

Também no caso da faixa etária há casos com idade ignorada² que acabam gerando alguma distorção nas taxas de crescimento, mas não devem alterar as tendências aqui apresentadas, inclusive, que se coadunam com o esperado em decorrência do processo de envelhecimento populacional e da própria força de trabalho no Brasil (COSTANZI, 2023).

Portanto, em que pesem algumas distorções pela existência de casos com sexo ou idade ignorada, pode-se falar em tendência de incremento da participação das mulheres e das pessoas com idade mais elevada, com perda de participação dos homens e dos mais jovens, no total de contribuintes para o RGPS no Brasil. A mudança na estrutura etária deve estar refletindo o próprio envelhecimento populacional. O aumento da participação do gênero feminino deve decorrer do incremento da participação das mulheres no mercado de trabalho nas últimas décadas, embora ainda tenham taxas de participação inferiores às dos homens e que precisam ser incrementadas.

Tabela 1 – Evolução dos Contribuintes do RGPS – Brasil – 2012 e 2022

| Item | 2012 | 2022 | Varição Acumulada em % | Varição Média Anual em %a.a. |
|--|------------|------------|------------------------|------------------------------|
| Contribuintes (com pelo menos uma contribuição no ano) | 67.246.063 | 72.130.936 | + 7,3% | + 0,7%a.a. |
| Número médio mensal de contribuintes | 50.907.423 | 57.453.428 | + 12,9% | + 1,2%a.a. |
| Decomposição por sexo/gênero contribuintes* (pelo menos uma contribuição no ano) | | | | |
| Item | 2012 | 2022 | Varição Acumulada em % | Varição Média Anual em %a.a. |
| Homens | 36.714.289 | 38.559.163 | + 5,0 % | + 0,5 %a.a. |
| Mulheres | 28.775.141 | 33.531.876 | + 16,5% | + 1,5%a.a. |
| Participação no total dos homens em % | 56,1% | 53,5% | | |
| Participação no total das mulheres em % | 43,9% | 46,5% | | |
| Decomposição por faixa etária dos contribuintes* (pelo menos uma contribuição no ano) | | | | |
| Item | 2012 | 2022 | Varição Acumulada em % | Varição Média Anual em %a.a. |
| Até 29 anos | 22.396.690 | 20.270.671 | - 9,5% | - 1,0%a.a. |
| De 30 a 39 anos | 18.737.445 | 19.544.950 | + 4,3% | + 0,4%a.a. |
| 40 a 59 anos | 21.790.781 | 27.835.815 | + 27,7% | + 2,5%a.a. |
| 60 anos ou mais | 2.597.094 | 4.440.466 | + 71,0% | + 5,5a.a. |
| Participação até 29 anos no total em % | 34,2% | 28,1% | | |
| Participação de 30 a 39 anos no total em % | 28,6% | 27,1% | | |
| Participação de 40 a 59 anos no total em% | 33,3% | 38,6% | | |
| Participação de 60 anos ou mais no total em% | 4,0% | 6,2% | | |

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do Anuário Estatístico da Previdência Social – Ministério da Previdência Social. * Há casos de contribuintes com sexo e idade ignorados. Dados de 2022 preliminares e sujeitos a revisão.

Fazendo a análise em nível geográfico, também é possível identificar importantes alterações na composição dos contribuintes do RGPS. As regiões com maior ritmo de crescimento de contribuintes entre 2012 e 2022 foram Norte (9,3%), Sul (9,3%) e Centro-Oeste (7,8%), e as regiões mais populosas foram aquelas com menor incremento, mais especificamente, Sudeste (0,8%) e Nordeste (6,1%). Chama a atenção o fato de o menor incremento ter sido justamente a região Sudeste: em 2012, a região respondia por mais da metade do total de contribuintes do RGPS, com média anual de apenas +0,1%a.a. entre 2012 e 2022. Consequentemente, houve queda da participação da região Sudeste: de 52,9% em 2012 para 51,1% no total no ano de 2022 (vide Tabela 2).

Em parte, esse padrão está ligado à questão demográfica; mais especificamente, a estrutura mais jovem das regiões Norte e Centro-Oeste pode ou deve ter favorecido esse resultado. Contudo, a evolução do mercado de trabalho também pesou neste resultado, por exem-

plo, no bom desempenho da região Centro-Oeste. A região Sudeste tanto teve um fraco desempenho do mercado de trabalho como também tem padrão mais envelhecido que, por exemplo, a região Norte.

O fraco desempenho da região Sudeste reflete a evolução pouco favorável de Minas Gerais, São Paulo e Rio de Janeiro – inclusive, com retração neste último. Em Minas Gerais, o total de contribuintes (com pelo menos uma contribuição no ano) saiu de um patamar de 7,7 para 7,8 milhões entre 2012 e 2022, ou seja, crescimento de apenas 1,1% (média anual de 0,1%a.a.). Esse quadro de estagnação também foi observado em São Paulo, onde o total de contribuintes para o RGPS passou de 20,2 milhões para 20,9 milhões entre 2012 e 2022, ou seja, aumento de apenas 3,6% (média anual de 0,4%a.a.). Contudo, ainda em 2022, São Paulo respondia por cerca de 29,9% do total de contribuintes do RGPS (em 2012 era 30%). Já o estado do Rio de Janeiro apresentou redução no mesmo período: de 6,3 milhões para 5,7 milhões de contribuintes

para o RGPS entre 2012 e 2022, ou seja, queda acumulada de 8,9% (redução média anual de 0,9%a.a.). Na realidade, no período entre 2012 e 2022, considerando o total de contribuintes para o RGPS com pelo menos uma contribuição no ano, o estado do Rio de Janeiro foi o que apresentou pior desempenho entre todas as Unidades da Federação (ver Tabela 1A do Anexo).

Apesar disso, em 2022, esses três estados (MG, RJ e SP) respondiam por cerca de metade do total de contribuintes do RGPS (49,1% do total), com pequena queda em relação a 2012 (50,8% do total). De qualquer forma, o desempenho pouco auspicioso desses três importantes estados, que representam cerca de metade dos contribuintes, é preocupante.

As taxas de crescimento também sofreram algum impacto decorrente da existência e variação dos casos ignorados, embora não representem algo que possa comprometer as conclusões e diagnósticos aqui apresentados.³

Tabela 2 – Evolução dos Contribuintes para o RGPS Segundo Região Geográfica - Brasil – 2012 a 2022

| Região | Total de contribuintes (com pelo menos uma contribuição no ano) | | Variação acumulada 2022/2012 em % | Variação média anual 2022/2012 em %a.a. | Participação no total de contribuintes em% | |
|--------------|---|------------|-----------------------------------|---|--|------|
| | 2012 | 2022 | | | 2012 | 2022 |
| Norte | 3.260.326 | 3.563.788 | 9,3 | 0,9 | 4,9 | 5,1 |
| Nordeste | 11.230.274 | 11.910.226 | 6,1 | 0,6 | 16,7 | 17,0 |
| Sudeste | 35.497.860 | 35.767.008 | 0,8 | 0,1 | 52,9 | 51,1 |
| Sul | 11.715.548 | 12.807.456 | 9,3 | 0,9 | 17,4 | 18,3 |
| Centro-Oeste | 5.457.216 | 5.880.843 | 7,8 | 0,8 | 8,1 | 8,4 |

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados do Anuário Estatístico da Previdência Social do Ministério da Previdência Social – dados de 2022 são preliminares e sujeitos a revisão. Não foram considerados casos com região e UF ignorados.

Essa mudança de composição também é confirmada pelas estimativas da PNAD Contínua anual. A participação das mulheres no total de contribuintes para a previdência aumentou de 41,5% para 43,7% entre 2012 e 2022. Isso reflete a melhora na inserção do gênero feminino no mercado de trabalho formal, embora ainda apresentem taxas de participação e de desemprego superior às dos homens. Consequentemente, no mesmo período, houve recuo na partici-

pação dos homens (de 58,5% para 56,3%), embora ainda continuem sendo a maioria entre os contribuintes (vide Tabela 3).

Os dados da PNAD Contínua Anual também apontam para redução, em termos absolutos e relativos, dos jovens até 29 anos no total de contribuintes entre 2012 e 2022. Em termos absolutos, o total de jovens contribuintes para a previdência caiu de cerca de 18 milhões, em 2012, para 15,3 milhões em

2022. Em termos de participação no total de contribuintes, a queda foi de 32,2% para 24,7% no referido período. Portanto, se em 2012 cerca de 1 em cada 3 contribuintes eram jovens de até 29 anos, essa relação caiu para cerca de 1 a cada 4 no ano de 2022. A faixa que teve maior incremento de contribuintes, tanto em termos absolutos como relativos, foi o grupo com 40 anos ou mais de idade, cuja participação aumentou de 39,2% para 46,3% entre 2012 e 2022 (vide Tabela 3).

Tabela 3 – Estrutura dos Contribuintes para a Previdência Social Segundo Gênero/Sexo e Faixa Etária – Brasil – 2012 a 2022 – PNAD Contínua Anual – em Milhões e em % do Total

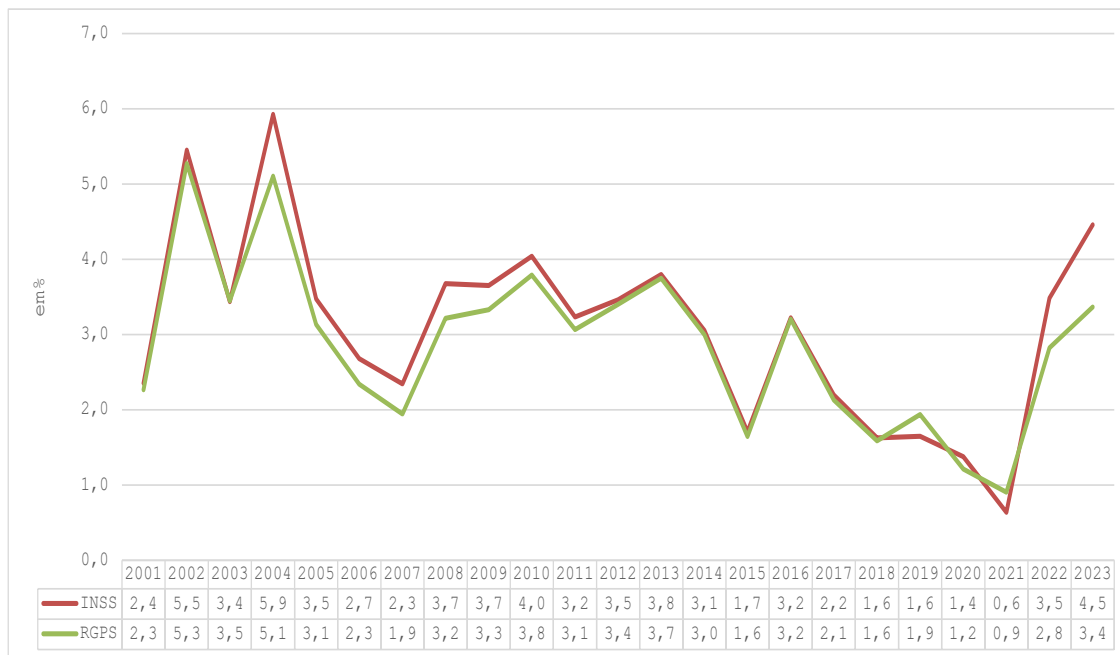
| ANO | Homem | Mulher | Total |
|------------------------------------|-------------|--------------|-----------------|
| 2012 (em milhões) | 32,7 | 23,2 | 55,9 |
| 2022 (em milhões) | 34,8 | 27,0 | 61,8 |
| Participação no total em 2012 em % | 58,5% | 41,5% | 100% |
| Participação no total em 2022 em % | 56,3% | 43,7% | 100% |
| Estrutura por Faixa Etária | | | |
| ANO | até 29 anos | 30 a 39 anos | 40 anos ou mais |
| 2012 (em milhões) | 18,0 | 16,0 | 21,9 |
| 2022 (em milhões) | 15,3 | 17,9 | 28,6 |
| Participação no total em 2012 em % | 32,2% | 28,7% | 39,2% |
| Participação no total em 2022 em % | 24,7% | 29,0% | 46,3% |

Fonte: Elaboração do autor a partir dos microdados da PNAD Contínua Anual de 2012 (primeira visita) e 2022 (quinta visita).

Como mostrado, o ritmo de incremento dos contribuintes foi bem limitado no período entre 2012 e 2022. Ademais, foi bem inferior a velocidade de expansão do estoque de benefícios do RGPS e do INSS. Na comparação de dezembro de 2022 com o mesmo mês de 2012 foi observado um incremento do estoque de benefícios do RGPS e do INSS de, respectivamente, 25,2% e 24,5%. Essas taxas representam crescimento médio anual de 2,2%a.a. e 2,3%a.a., respectivamente para RGPS e INSS. Portanto, o estoque de benefícios cresceu a um ritmo superior ao observado para os contribuintes no mesmo período. Também cabe destacar um incremento na velocidade de expansão nos anos de 2022 e 2023. Em especial, em 2023, o crescimento de estoque de benefícios do INSS (4,5% em relação a 2022) foi o maior de todo o período entre 2005

e 2023, ficando abaixo do de 2004. Já o crescimento do estoque de benefícios do RGPS em 2023 (3,4% – em relação a 2022) foi o maior de todo o período de 2014 a 2023, ficando abaixo do de 2013 (vide Gráfico 1 e Tabela 2A do Anexo). Em termos absolutos, os estoques de benefícios do INSS e do RGPS cresceram, na comparação de dezembro de 2023 com o mesmo mês de 2022, respectivamente, cerca de 1,7 e 1,1 milhão de benefícios adicionais (ver Tabela 2A do Anexo). Apesar do incremento muito forte da quantidade de benefícios, a redução na chamada “fila” do INSS foi bastante moderada, tendo recuado de um patamar de cerca de 1,8 milhão, em junho de 2023, para cerca de 1,6 milhão em janeiro de 2024⁴ – queda de cerca de 225 mil no referido período.

Gráfico 1 – Crescimento Anual do Estoque de Benefícios do RGPS e INSS – Brasil – 2001 a 2023



Fonte: elaboração do autor a partir de dados do Boletim Estatístico de Previdência Social

Como consequência da combinação de crescimento muito moderado dos contribuintes e bem inferior ao estoque de benefícios, houve piora da relação entre contribuintes por benefício, seja do INSS seja do RGPS. Entre 2012 e 2022, considerando o número médio mensal de contribuintes por benefício do INSS, essa razão caiu de 1,7 para 1,5 (vide Tabela 4). Já a relação de número médio mensal de contribuintes por benefício do RGPS caiu de 2, em 2012, para 1,8 em 2022 (ver Tabela 4).

Tabela 4 – Relação Contribuintes por Benefício INSS/ RGPS – Brasil – 2012 e 2022

| ANO | INSS | RGPS |
|------|------|------|
| 2012 | 1,7 | 2,0 |
| 2022 | 1,5 | 1,8 |

Fonte: Elaborado a partir de dados do estoque de benefícios do Boletim Estatístico da Previdência Social – novembro de 2023 – e de contribuintes do Anuário Estatístico da Previdência Social, considerando o estoque de benefícios em dezembro de cada ano e o número médio mensal de contribuintes.

2 Considerações Finais

Os dados apresentados mostram que o ritmo de crescimento dos contribuintes para o RGPS foi bastante moderado no período entre 2012 e 2022 e abaixo da velocidade de incremento do estoque de benefícios do RGPS e do INSS como um todo. Tal comportamento denota a continuidade do processo de piora da relação de contribuintes por benefício ou beneficiário que já vem ocorrendo e deve continuar nas próximas décadas por conta do rápido e intenso processo de envelhecimento populacional.

Também foi mostrado que houve importante alteração na composição dos contribuintes, com aumento da participação das mulheres, das pessoas com 40 anos

ou mais de idade e também diminuição da importância relativa da região Sudeste, que apresentou uma situação de estagnação no período de 2012 a 2022. Contudo, os homens ainda são maioria e a região Sudeste ainda responde por cerca de metade do total de contribuintes. Em relação à faixa etária, de forma resumida, os jovens até 29 anos representavam cerca de 1/3 do total de contribuintes em 2012, mas passaram a responder por cerca de ¼ em 2022. Já o grupo de 40 anos ou mais de idade tem participação crescente e está se aproximando da metade do total de contribuintes.

Entre 2012 e 2022, considerando o número médio mensal de contribuintes por benefício do INSS, essa razão caiu de 1,7 para 1,5. Já a relação de número médio mensal de contribuintes por benefício do RGPS caiu de 2, em 2012, para 1,8 em 2022. Essa contínua piora da relação entre contribuintes e beneficiários exige um planejamento de médio e longo prazos a respeito do financiamento tanto da previdência como da seguridade social. Contudo, no debate político, parecem prevalecer visões de curto prazo que defendem, de um lado, proposições que aumentam a despesa e, de outro lado, medidas que reduzem o custeio com argumentos de geração de empregos formais, mas que não levam em consideração a necessidade de custeio integral da previdência, bem como partem de visões bastante simplistas em relação ao complexo fenômeno da informalidade.

Referência

COSTANZI, Rogério Nagamine. **Informações Fipe**, jul. 2023. Os Impactos do Envelhecimento Populacional sobre a Estrutura Etária da Força de Trabalho no Brasil. Disponível em: <https://downloads.fipe.org.br/publicacoes/bif/bif514-19-27.pdf>.

Anexo

Tabela 1A – Evolução do Número de Contribuintes para o RGPS
Segundo Unidade da Federação - Brasil – 2012 a 2022

| Unidade da Federação | Quantidade de Contribuintes RGPS (com pelo menos uma contribuição no ano) | | Variação acumulada 2022/2012 em % | Variação média anual em % (a.a.) | Participação no total em % | |
|----------------------|--|------------|--------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|------|
| | 2012 | 2022 | | | 2012 | 2022 |
| Rondônia | 454.841 | 437.505 | -3,8 | -0,4 | 0,7 | 0,6 |
| Acre | 144.851 | 157.992 | 9,1 | 0,9 | 0,2 | 0,2 |
| Amazonas | 751.695 | 759.193 | 1,0 | 0,1 | 1,1 | 1,1 |
| Roraima | 102.301 | 134.336 | 31,3 | 2,8 | 0,2 | 0,2 |
| Pará | 1.350.064 | 1.523.650 | 12,9 | 1,2 | 2,0 | 2,2 |
| Amapá | 127.551 | 140.136 | 9,9 | 0,9 | 0,2 | 0,2 |
| Tocantins | 329.023 | 410.976 | 24,9 | 2,2 | 0,5 | 0,6 |
| Maranhão | 812.987 | 923.053 | 13,5 | 1,3 | 1,2 | 1,3 |
| Piauí | 514.876 | 606.089 | 17,7 | 1,6 | 0,8 | 0,9 |
| Ceará | 1.869.341 | 2.044.563 | 9,4 | 0,9 | 2,8 | 2,9 |
| Rio Grande do Norte | 760.154 | 823.571 | 8,3 | 0,8 | 1,1 | 1,2 |
| Paraíba | 777.488 | 890.773 | 14,6 | 1,4 | 1,2 | 1,3 |
| Pernambuco | 2.173.962 | 2.166.868 | -0,3 | 0,0 | 3,2 | 3,1 |
| Alagoas | 621.443 | 652.850 | 5,1 | 0,5 | 0,9 | 0,9 |
| Sergipe | 502.530 | 529.609 | 5,4 | 0,5 | 0,7 | 0,8 |
| Bahia | 3.197.493 | 3.272.850 | 2,4 | 0,2 | 4,8 | 4,7 |
| Minas Gerais | 7.680.589 | 7.761.865 | 1,1 | 0,1 | 11,4 | 11,1 |
| Espírito Santo | 1.391.003 | 1.407.435 | 1,2 | 0,1 | 2,1 | 2,0 |
| Rio de Janeiro | 6.260.212 | 5.704.957 | -8,9 | -0,9 | 9,3 | 8,2 |
| São Paulo | 20.166.056 | 20.892.751 | 3,6 | 0,4 | 30,0 | 29,9 |
| Paraná | 4.303.350 | 4.674.209 | 8,6 | 0,8 | 6,4 | 6,7 |
| Santa Catarina | 3.092.573 | 3.845.227 | 24,3 | 2,2 | 4,6 | 5,5 |
| Rio Grande do Sul | 4.319.625 | 4.288.020 | -0,7 | -0,1 | 6,4 | 6,1 |
| Mato Grosso do Sul | 860.623 | 886.848 | 3,0 | 0,3 | 1,3 | 1,3 |
| Mato Grosso | 1.119.385 | 1.270.710 | 13,5 | 1,3 | 1,7 | 1,8 |
| Goiás | 2.069.307 | 2.241.093 | 8,3 | 0,8 | 3,1 | 3,2 |
| Distrito Federal | 1.407.901 | 1.482.192 | 5,3 | 0,5 | 2,1 | 2,1 |

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados do Anuário Estatístico da Previdência Social do Ministério da Previdência Social – dados de 2022 sujeitos a revisão. Não foram considerados casos com região e UF ignorados.

Tabela 2A – Evolução do Estoque de Benefícios Emitidos do RGPS e do INSS
Brasil 2000 a 2023 (Dezembro de Cada Ano)

| ANO | Estoque de benefícios do INSS em dezembro de cada ano | Estoque de benefícios do RGPS em dezembro de cada ano | Varição anual INSS em quantidade de benefícios | Varição anual RGPS em quantidade de benefícios | Varição anual INSS em % | Varição anual RGPS em % |
|--|---|---|--|--|-------------------------|-------------------------|
| 2000 | 19.572.748 | 17.517.731 | | | | |
| 2001 | 20.032.858 | 17.914.884 | 460.110 | 397.153 | 2,4 | 2,3 |
| 2002 | 21.125.512 | 18.859.775 | 1.092.654 | 944.891 | 5,5 | 5,3 |
| 2003 | 21.851.685 | 19.510.519 | 726.173 | 650.744 | 3,4 | 3,5 |
| 2004 | 23.146.969 | 20.506.649 | 1.295.284 | 996.130 | 5,9 | 5,1 |
| 2005 | 23.951.338 | 21.149.561 | 804.369 | 642.912 | 3,5 | 3,1 |
| 2006 | 24.593.390 | 21.644.886 | 642.052 | 495.325 | 2,7 | 2,3 |
| 2007 | 25.170.283 | 22.066.263 | 576.893 | 421.377 | 2,3 | 1,9 |
| 2008 | 26.095.625 | 22.776.205 | 925.342 | 709.942 | 3,7 | 3,2 |
| 2009 | 27.048.356 | 23.534.497 | 952.731 | 758.292 | 3,7 | 3,3 |
| 2010 | 28.141.263 | 24.426.882 | 1.092.907 | 892.385 | 4,0 | 3,8 |
| 2011 | 29.051.423 | 25.176.323 | 910.160 | 749.441 | 3,2 | 3,1 |
| 2012 | 30.057.265 | 26.032.855 | 1.005.842 | 856.532 | 3,5 | 3,4 |
| 2013 | 31.199.043 | 27.009.011 | 1.141.778 | 976.156 | 3,8 | 3,7 |
| 2014 | 32.152.518 | 27.818.973 | 953.475 | 809.962 | 3,1 | 3,0 |
| 2015 | 32.701.562 | 28.276.347 | 549.044 | 457.374 | 1,7 | 1,6 |
| 2016 | 33.755.917 | 29.183.383 | 1.054.355 | 907.036 | 3,2 | 3,2 |
| 2017 | 34.497.835 | 29.804.964 | 741.918 | 621.581 | 2,2 | 2,1 |
| 2018 | 35.058.564 | 30.278.655 | 560.729 | 473.691 | 1,6 | 1,6 |
| 2019 | 35.636.157 | 30.865.783 | 577.593 | 587.128 | 1,6 | 1,9 |
| 2020 | 36.126.514 | 31.239.908 | 490.357 | 374.125 | 1,4 | 1,2 |
| 2021 | 36.356.594 | 31.522.687 | 230.080 | 282.779 | 0,6 | 0,9 |
| 2022 | 37.623.966 | 32.412.927 | 1.267.372 | 890.240 | 3,5 | 2,8 |
| 2023 | 39.302.547 | 33.504.626 | 1.678.581 | 1.091.699 | 4,5 | 3,4 |
| Varição acumulada 2022/2012 em % | +25,2% | +24,5% | | | | |
| Varição média anual 2022/2012 em %a.a. | +2,3%a.a. | +2,2%a.a. | | | | |

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do Boletim Estatístico da Previdência Social – BEPS

- 1 Em 2012 e 2022, foram reportados, respectivamente, 1,756 milhão e cerca de 40 mil casos com sexo ignorado. Portanto, cria-se tendência a superestimar as taxas de crescimento.
- 2 Em 2012, havia 1,7 milhão de casos com idade ignorada. Em 2022, esse patamar caiu para cerca de 39 mil. Portanto, as taxas devem estar ligeiramente superestimadas.
- 3 Em 2022 havia 2,2 milhões de casos com UF (consequentemente região também) ignorada. Em 2012, esse patamar era de cerca de 85 mil. Essa ampliação dos casos ignorados tende a subestimar as taxas de crescimento dos contribuintes por UF e região.
- 4 Informação obtida no site <https://www.gov.br/inss/pt-br/portal-de-transparencia> - acesso em 29/02/2024. Em junho de 2023, a “fila” estava em 1,794 milhão, e janeiro de 2024 caiu para 1,569 – queda de cerca de 225 mil.

() Doutor em Economia pela Universidade Autônoma de Madrid. Mestre em Economia pelo IPE/USP e em Direção e Gestão de Sistemas*

de Seguridade Social pela Universidade de Alcalá/Espanha e pela Organização Ibero-americana de Seguridade Social (OISS). Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental do Governo Federal. O autor teve passagens pelo Ministério da Previdência Social (Assessor Especial do Ministro, Diretor do Departamento e Subsecretário do Regime Geral de Previdência Social e Coordenador-Geral de Estudos Previdenciários), Ministério do Trabalho e Emprego (Assessor Especial do Ministro e Coordenador-Geral de Emprego e Renda), Ministério do Desenvolvimento Social, IPEA (Coordenador de Seguridade Social) e OIT. Foi membro do Conselho Nacional de Previdência Social (CNPS), do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), do Conselho Nacional dos Direitos do Idoso (CNDI) e do Conselho Nacional do Trabalho (CNT). Ganhador do Prêmio Interamericano de Proteção Social (2º lugar) da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS) em 2015 e do Prêmio SOF de Monografia (2º lugar) do Ministério do Planejamento/ESAF em 2016. Foi Presidente do Cone Sul da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS) e Vice-Presidente da Comissão de Adultos Mayores da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS). (E-mail: rogerio.costanzi@uol.com.br).

Metodologia para Estimativa de Custo de Capital Próprio em Projetos de Investimento: Uma Abordagem Independente de Ações Negociadas em Bolsa de Valores

ELIAS CAVALCANTE-FILHO (*)
RODRIGO DE-LOSSO (**)
FELIPE SANDE (***)

Resumo

Esta nota técnica propõe uma abordagem para mensuração de custo de capital próprio e a avaliação de risco em projetos de investimento. As vantagens desta abordagem são a estimação do risco do projeto independentemente da existência de ações negociadas na bolsa de valores para o setor analisado e a consideração de riscos específicos em conjunção com a adição de novos componentes de incerteza ao projeto. Em avaliações de projeto, a estimativa do beta, para mensurar risco, é tipicamente realizada usando ações de empresas similares negociadas em bolsas de valores. Essa prática presume que o risco das ações escolhidas como referência representa o risco inerente ao projeto analisado. No entanto, essa premissa dificilmente é válida, nem pode ser testada na prática, já que projetos envolvem variáveis exclusivas certamente não capturadas pelo comportamento dessas ações. A abordagem deste artigo supera essas premissas e estima o beta com base no risco específico do projeto a partir das incertezas en-

volvidas no próprio fluxo de caixa livre, via mensuração da volatilidade de sua rentabilidade média usando simulações de Monte Carlo.

1 Introdução

Este artigo propõe uma abordagem para a precificação do risco no âmbito de avaliações de viabilidade econômico-financeira de projetos de investimento.

A abordagem consiste em um método de estimação do parâmetro de risco (beta) do Capital Asset Pricing Model (CAPM) a partir das próprias premissas utilizadas para estimação do fluxo de caixa livre de análise. A proposta sensibiliza o custo de oportunidade a cada componente do projeto, tornando a avaliação de viabilidade mais robusta e personalizada de acordo com suas características.

As avaliações de projetos de investimento tipicamente envolvem a mensuração do fluxo de caixa livre para posterior comparação da sua Taxa Interna de Retorno (TIR) com o custo de oportunidade ou cálculo

do seu Valor Presente Líquido (VPL).

O fluxo de caixa livre é determinado a partir de premissas específicas do projeto que refletem as expectativas de seus resultados. No entanto, a consideração do risco inerente ao negócio e os potenciais desvios da expectativa são tarefas tipicamente atribuídas ao custo de oportunidade, o beta do CAPM, estimado com parâmetros de mercado, mas desconsidera as características singulares do projeto analisado.

O CAPM é uma abordagem amplamente aplicada em avaliações de projetos e determina o custo de oportunidade do capital próprio como o resultado da soma entre:

- Taxa Livre de Risco e
- Prêmio de Risco do projeto.

A Taxa Livre de Risco reflete a rentabilidade que um investidor esperaria receber ao investir em um ativo livre de risco. Por sua vez o **prêmio de risco do projeto**

reflete a rentabilidade adicional necessária para compensar seus riscos.

O prêmio de risco do projeto é resultado da multiplicação dos seguintes componentes:

- **Prêmio de Risco de Mercado:** esse parâmetro expressa o preço do risco e busca refletir a rentabilidade adicional tipicamente obtida pelos investimentos em ativos arriscados acima do ativo livre de risco.
- **Beta:** esse parâmetro reflete a quantidade risco do investimento analisado. Ele é mensurado como uma relação entre o nível de risco do investimento em análise em relação ao risco típico dos ativos arriscados. Um beta igual unitário representa um nível de risco compatível com o padrão de mercado; o beta superior a 1, algo mais arriscado que o padrão de mercado; e um beta menor que 1, um investimento de menos risco que o de mercado.

As estimações tanto da Taxa Livre de Risco como do prêmio de risco de mercado são feitas de maneira relativamente objetiva e não variam a depender do projeto analisado. A taxa livre de risco tipicamente é baseada em dados públicos de títulos de dívida de baixo risco,

como títulos do governo. Nesse mesmo sentido, o Prêmio de Risco de Mercado pode ser calculado com base em médias históricas das taxas de retorno da carteira de mercado, que tendem a ser dados bastante sólidos e amplamente utilizados.

O Beta, por sua vez, é um parâmetro que deve refletir características próprias do projeto analisado. Normalmente é calculado a partir da seleção de ações de empresas negociadas em bolsas, presumindo-se que o risco das ações escolhidas como referência mimetiza o risco inerente ao projeto analisado.¹ No entanto, essa premissa não é necessariamente válida nem pode ser geralmente testada na prática, já que projetos frequentemente envolvem variáveis exclusivas, cujos riscos dificilmente são capturados pelas ações selecionadas. Tudo isso torna o beta uma estimativa bastante simplista sobre o risco do projeto.

Frente a esse contexto, a abordagem apresentada neste artigo visa a superar essas limitações, proporcionando uma avaliação personalizada do risco inerente ao projeto, levando em consideração suas particularidades e as variáveis que mais afetam seu desempenho financeiro.

A abordagem consiste na avaliação do risco potencial do projeto via a mensuração da volatilidade de sua

rentabilidade média por meio de simulações de Monte Carlo, considerando as premissas que fundamentam o fluxo de caixa livre analisado.

Para a apresentação da abordagem o presente artigo é organizado da seguinte forma: seção 2 resume o modelo CAPM com destaque ao modo como é estimado o beta e sua relação com a volatilidade do investimento analisado e a volatilidade padrão de mercado; seção 3 apresenta como considerar a volatilidade esperado para o projeto em análise com a volatilidade esperada para rentabilidade média do projeto (TIR).

2 Modelo CAPM e Interpretação do Beta

Nesta seção é apresentado o modelo CAPM com destaque para a intuição do seu valor.

O CAPM é um modelo tradicional da teoria de finanças e fornece um método para determinar o custo de oportunidade do capital próprio.

O CAPM é baseado na seguinte equação:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

em que:

R_i : representa o retorno esperado de um investimento e compatível com o seu risco.

R_f : é a taxa livre de risco, que reflete a rentabilidade de um investimento livre de risco.

β_i : é a quantidade de risco do modelo para o investimento analisado.

R_m : é o retorno típico esperado de ativos arriscados.

$(R_m - R_f)$ é o prêmio de risco de mercado, que indica a remuneração adicional necessária para investir em ativos mais arriscados em comparação com investimentos livres de risco.

A seguinte fórmula define o valor do beta:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Para entender a intuição do beta é preciso entender o significado de cada um dos seus componentes.

No numerador, tem-se a covariância entre retorno do ativo e retorno de mercado. Essa estimativa visa mensurar quanto do retorno do investimento está associado com o retorno da carteira de mercado, ou qual o nível de variação conjunta dos retornos^{2,3} do investimento em comum com a carteira de mercado.

Por sua vez, no denominador tem-se a variância de mercado, a qual quantifica a volatilidade padrão ou de referência observada no mercado de ativos arriscados, no caso, o mercado de ações.

Desse modo, a fórmula que define o beta pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\text{Volatilidade do ativo } i}{\text{Volatilidade padrão de mercado}}$$

Assim sendo, um beta igual a 1 indica que o ativo tem volatilidade equivalente ao padrão de mercado, ao

passo que valores diferentes de 1 indicam volatilidades maiores ou menores que a do padrão de mercado.

Tradicionalmente, o mercado de ações é utilizado como referência sobre qual seria o comportamento típico de um investimento arriscado e a partir de seus dados observados é feita a estimação do modelo CAPM.

Nesse sentido, a estimação do beta é comumente realizada com base em ações de empresas negociadas em bolsas de valores. Portanto, tipicamente o beta é estimado pela razão entre a volatilidade do ativo em análise e a volatilidade padrão de mercado.

3 Proposta de Estimação do Beta com Base nas Premissas do Fluxo de Caixa Livre

Esta seção apresenta a metodologia proposta para estimação do beta para análise de projetos de investimento a partir de premissas sobre o próprio fluxo de caixa livre em análise.

Para a aplicação da metodologia é necessária a execução de três passos: i) estimação da volatilidade para rentabilidade média do investimento/projeto analisado; ii) estimação da volatilidade padrão de mercado para o horizonte analisado; iii) estimação do beta do projeto a partir dos componentes estimados nos passos anteriores. A seguir, é explicado como proceder para a estimação de cada um desses componentes.

3.1 Mensuração da Volatilidade Esperada para o Investimento Analisado

A abordagem para estimar a volatilidade esperada no rendimento de um projeto envolve a análise de sensibilidade da rentabilidade do fluxo de caixa livre do projeto por meio da aplicação do método de Monte Carlo. Essa técnica estatística permite simular uma ampla gama de cenários possíveis para o projeto ana-

lisado, levando-se em consideração a incerteza inerente às premissas do projeto.

A seguir, são descritos os passos propostos para essa estimação:

I) Definição das Premissas do Fluxo de Caixa Livre (FCL):

envolve identificar e quantificar todas as variáveis que afetam o desempenho financeiro do projeto, como investimentos, custos operacionais, receitas, tributação, necessidades de capital de giro e despesas de financiamento.

II) Montagem das Distribuições de Probabilidade:

consiste em definir para cada variável do FCL uma distribuição de probabilidade que reflita a incerteza em torno de seu valor. Essas distribuições podem ser baseadas em dados históricos, estimativas especializadas ou julgamento de especialistas. Também pode ser pertinente considerar a variabilidade e a correlação entre as variáveis.

III) Simulações de Monte Carlo:

nesta etapa, a partir das distribuições de probabilidade estabelecidas na etapa anterior, é possível realizar simulações de Monte Carlo. Nesse processo, deve-se gerar uma grande quantidade de cenários possíveis, combinando os valores das variáveis do FCL de acordo com suas distribuições

de probabilidade. Cada simulação resulta em uma estimativa da rentabilidade do projeto.

IV) Estimativa da Volatilidade:

por fim, a partir da distribuição das rentabilidades simuladas, é possível calcular a volatilidade (desvio-padrão) do projeto. Isso é feito por meio da análise estatística da variabilidade dos resultados.

3.2 Mensuração da Volatilidade de Padrão de Mercado

A estimação do prêmio de risco de mercado é normalmente realizada com base em dados históricos das taxas de retorno do mercado de ações. O prêmio de risco de mercado é calculado como a diferença entre o retorno médio dos ativos arriscados e a taxa livre de risco. Historicamente, o valor do prêmio de risco de mercado tem oscilado em torno de 5% e 8% ao ano.

No entanto, para a estimação do beta não se deve atentar para a rentabilidade média do mercado, mas para sua volatilidade. Nesse sentido, os dados históricos revelam que seu desvio-padrão oscila em torno de 20% ao ano. Isso significa que o prêmio de risco de mercado pode variar consideravelmente de ano para ano, refletindo as condições econômicas, políticas e financeiras em constante mudança.

Contudo, antes de comparar a volatilidade do retorno do mercado com a volatilidade do projeto, é necessário fazer um ajuste para alinhar a frequência em que esses dados estão sendo analisados. A volatilidade do rendimento das ações de mercado é analisada anualmente, enquanto a volatilidade da rentabilidade do projeto é expressa em termos do horizonte analisado (10, 15, ..., ou 35 anos). Portanto, mesmo que ambas sejam expressas em termos médios anuais, a volatilidade de mercado reflete a volatilidade esperada em um ano, enquanto a volatilidade do projeto reflete a volatilidade do rendimento médio no horizonte analisado.

Dessa forma, a volatilidade de mercado medida em horizontes anuais deve ser ajustada para ser compatível com o horizonte do projeto. Este ajuste é simples: basta multiplicar o desvio-padrão do retorno de mercado anual por \sqrt{N} , em que N é o número de anos do projeto.⁴

O ajuste decorre do fato de que, apesar de a volatilidade anual ser elevada, no longo prazo a rentabilidade de projetos arriscados converge para o valor esperado, sendo o desvio em torno do valor esperado cada vez menor à medida que se observam períodos mais longos.

Desse modo, se para intervalos de um ano o desvio-padrão é de 20%,

para intervalos de, por exemplo, 30 anos, o desvio-padrão esperado é de 3,7% ($= 20\%/\sqrt{30}$).

3.3 Estimação do Beta do Projeto

Por fim, para a estimação do beta do projeto, basta considerar as mensurações da volatilidade para o projeto analisado e a volatilidade de mercado esperada. Essa estimação é feita pela aplicação da seguinte fórmula:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{MC}^2}{\frac{\sigma_{mercado}^2}{N}}$$

em que:

σ_{MC}^2 : é a variância da rentabilidade de projeto estimada pelo procedimento de Monte Carlo conforme descrito na subseção 3.1.

$\sigma_{mercado}^2$: é a variância estimada com histórico de retorno de mercado, conforme descrito na subseção 3.2.

N : é o horizonte de investimento do projeto analisado.

Assim sendo, supondo desvio-padrão de mercado de 20% ao ano e horizonte de investimento de 30 anos, a tabela a seguir demonstra o beta estimado a depender da volatilidade estimada para o projeto ($\sigma_{M.c.}$).

| | Desvio-padrão do projeto | | | | | | |
|---------------|--------------------------|------|------|------|------|------|------|
| σ_{mc} | 2,9% | 3,2% | 3,4% | 3,7% | 3,9% | 4,2% | 4,4% |
| β | 0,63 | 0,74 | 0,87 | 1,00 | 1,14 | 1,29 | 1,45 |

3 Conclusões

Em síntese, a metodologia proposta neste estudo para a mensuração do custo de capital próprio e a avaliação

de risco em projetos de investimento apresentam uma série de vantagens no âmbito da análise financeira e econômica de investimentos. As vantagens da metodologia aqui delineada são de natureza fundamental e têm implicações de grande alcance para a prática da análise de projetos.

As vantagens da metodologia proposta podem ser resumidas da seguinte forma:

I) Independência de Ações de Mercado: Ao eliminar a dependência da existência de ações negociadas em bolsa de valores como referência, a metodologia torna-se aplicável a uma ampla gama de projetos que não possuem equivalentes diretos no mercado de ações. Isso amplia o escopo de aplicação da metodologia e a torna altamente flexível.

II) Consideração de Riscos Específicos: A abordagem proposta permite a incorporação de riscos específicos ao projeto, bem como a análise dos impactos da adição de novos componentes de incerteza no fluxo de caixa (por exemplo, inclusão de risco de câmbio, demanda, juros, ou qualquer outro componente de risco). Isso é particularmente relevante para projetos complexos e diversificados, nos quais os riscos não podem ser adequadamente representados pelo comportamento de ações de empresas negociadas em bolsas de valores. Isso significa que o risco inerente ao projeto é considerado de forma precisa, levando em conta suas particularidades e as variáveis que mais influenciam seu desempenho financeiro.

III) Maior Robustez na Avaliação de Projetos: A metodologia oferece uma análise de risco mais sólida e resistente, resultando em uma avaliação de viabilidade econômico-financeira mais confiável e embasada. Isso, por sua vez, contribui para uma tomada de decisão mais informada em relação a investimentos, minimizando os riscos associados à subestimação ou superestimação do custo de capital próprio.

IV) Preservação das Premissas

Tradicionais: a metodologia proposta mantém todas as demais premissas do modelo tradicional de estimação do custo de capital próprio com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) intactas. As premissas relativas à taxa livre de risco e ao prêmio de risco de mercado permanecem inalteradas. **A única modificação reside no método de estimação do beta.** Isso garante que a metodologia seja compatível e comparável com os métodos convencionais de avaliação de projetos de investimento, sem a necessidade de redefinir toda a estrutura de avaliação de projetos.

Em suma, a abordagem proposta representa uma contribuição para a área de avaliação de projetos de investimento e finanças corporativas. Ela aborda as limitações das metodologias tradicionais de estimação do custo de capital próprio e oferece uma estrutura robusta para a análise de risco em projetos, garantindo uma base para a tomada de decisões financeiras estratégicas.

O presente artigo traz abordagem semelhante a Kruschwitz e Löffler (2006), que, ao mesmo tempo que criticam a prática de se tratar a taxa de desconto em avaliações de projetos como um componente

exógeno, apresentam definição teórica da taxa de desconto como uma função dos fluxos de caixa esperados no futuro.

Além disso, a abordagem proposta tem inspiração na Hipótese de Negação do Ativo Negociado (MAD ou Market Asset Disclaimer) de Copeland e Antikarov (2001) e no Teorema de Samuelson (1965). A Hipótese de Negação do Ativo Negociado é aplicada na avaliação de projetos de investimento com opções reais e afirma que o valor do projeto representa a melhor estimativa de seu valor de mercado, considerando-o como um ativo negociado. Por sua vez, o Teorema de Samuelson estabelece que a rentabilidade do investidor tem como valor esperado a taxa de custo de oportunidade, com desvios decorrentes exclusivamente dos riscos materializados.

Por fim, é importante ressaltar que este método é apropriado quando é necessário estimar o custo do capital próprio. Assim, ele não é útil em situações em que esse parâmetro pode ser obtido diretamente, como por exemplo, ao consultar os próprios acionistas. No entanto, o método se torna relevante quando não há informações objetivas disponíveis sobre o parâmetro, como no caso de estruturas de projetos de concessões, quando o poder

público precisa inferir o custo do capital próprio para precificar adequadamente esse parâmetro.

Referências

- COPELAND, Tom; ANTIKAROV, Vladimir. **Opções reais: um novo paradigma para reinventar a avaliação de investimentos.** Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- KRUSCHWITZ, L.; LÖFFLER, A. **Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms.** John Wiley & Sons, 2006.

- 1 Essa prática parte da hipótese econômica de não existência de oportunidade de arbitragem (Lei do preço único). Essa hipótese implica que investimentos de mesmo risco devem ter mesma rentabilidade esperada. Essa hipótese é basilar na teoria de finanças e amplamente aceita na literatura econômica.
- 2 No modelo do CAPM, a volatilidade do ativo pode ser decomposta em volatilidade sistêmica (não diversificável) e volatilidade idiossincrática (volatilidade diversificável). Aqui e no restante do artigo, a volatilidade do investimento refere-se à volatilidade sistêmica. Esta consiste na volatilidade que afeta todo um sistema financeiro, em oposição à volatilidade específica de ativos individuais.
- 3 No CAPM, apenas a volatilidade sistêmica é considerada ao determinar o prêmio de risco, ou seja, apenas a volatilidade sistêmica tem relação com o prêmio de risco de mercado. Isso ocorre por causa da suposição fundamental do modelo, que é a diversificação eficiente. A diversificação eficiente parte do pressuposto de que os investidores são racionais e buscam otimizar sua carteira de investimentos, diversificando-a para

eliminar o risco idiossincrático, também chamado de risco específico. O risco idiossincrático é aquele que afeta apenas um ativo ou um pequeno grupo de ativos e pode ser eliminado por meio da diversificação dos investimentos.

- 4 Este ajuste é um procedimento padrão em estatística, abordado em qualquer livro-texto sobre o assunto. Ele é usado para calcular a variância da média de uma variável a partir da volatilidade da amostra e do número de observações, assumindo que a variável é independente e identicamente distribuída (IID). A intuição por trás do ajuste é que quanto menos volátil a variável e quanto mais dados são observados, mais precisa (ou seja, menos volátil) é a média calculada para a variável. No contexto de investimentos em ativos arriscados, a ideia é que, embora o retorno médio em horizontes mais curtos seja mais incerto, quanto maior o horizonte analisado, maior a chance do retorno se aproximar do valor esperado.

() Fundação Getúlio Vargas. (E-mail: elias.filho@fgv.br).*

*(**) Universidade de São Paulo. (E-mail: delosso@usp.br).*

*(***) Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe).
(E-mail: fsande@fipe.org.br).*

O Efeito Bruxelas e Suas Consequências Sobre o Acordo de Livre Comércio União Europeia-Mercosul

ALAN MARQUES MIRANDA LEAL (*)
EDUARDA MILLER DE FIGUEIREDO (**)

O efeito Bruxelas (BRADFORD, 2020) é definido como a difusão *de facto* (possivelmente *de jure*) de regulações da União Europeia, através de mecanismos predominantemente associados ao mercado. A União Europeia é capaz de exercer tal poder regulatório sobre o resto do mundo por uma série de razões únicas, quais sejam: tamanho de mercado, capacidade regulatória, propensão a regular, alvos inelásticos e a indivisibilidade de seus padrões regulatórios.

Um mercado unificado de quase 450 milhões de pessoas é bastante atrativo para as empresas do mundo. A integração desse mercado não ocorre unicamente no livre fluxo de bens, serviços, conhecimento e pessoas; ela se pronuncia numa homogeneização regulatória entre seus 27 países-membros que a tornam incrivelmente assertiva em sua habilidade de induzir regulação no resto do mundo.

Os dois outros pontos de capacidade regulatória e propensão a regular dizem respeito à existência de uma burocracia capacitada na União Europeia e em seus países-membros, que pode efetivamen-

te regular e legislar sobre temas diversos pertinentes ao bloco ou a países-membros em particular. Num segundo momento, a propensão a regular da União Europeia se ancora sobre a prerrogativa e desejo do bloco de regular temas diversos e tomar o protagonismo que em outros países estaria sendo delegado ao mercado. Logo, a existência da burocracia e a crença da regulação, em contraposição, puramente, ao mercado, podem contribuir sobremaneira para o avanço da qualidade de vida e da economia da União Europeia. Outro ponto relevante diz respeito ao fato de que, na média, a União Europeia tende a “pressionar para cima” nas suas regulações de seus membros, isto é, regulações mais estridentes de seus países-membros tendem a preponderar sobre regulações pouco estridentes de outros membros. Ademais, a expertise desses países que regulam mais fortemente suas pautas de, e.g., direitos ao consumidor e meio ambiente desempenha papel relevante em induzir regulações mais estridentes (ou rígidas) para todo o bloco e que, portanto, serão difundidas para outros países com os quais a

União Europeia se relaciona economicamente.

Outro aspecto que induz à efetividade do efeito Bruxelas diz respeito ao fato de que a União Europeia mira em direitos envolvendo trabalho e consumidores principalmente, em contraposição ao capital, o que faz com que essas regulações sejam efetivas e não haja um incentivo de fuga, que haveria caso a organização almejasse regular o capital. Logo, seu foco em mercados predominantemente inelásticos contribui para sua efetividade regulatória. Não há, pois, ameaça de fuga dos consumidores da União Europeia devido a regulações mais estridentes.

Por fim, a indivisibilidade de seus padrões regulatórios indica que optar por não se conformar aos seus padrões regulatórios – isto é, segmentar sua produção entre países-membros da UE e países externos – é custoso e faz pouco sentido econômico. Esses cinco pontos qualificam, segundo Bradford (2020), o porquê de as regulações da União Europeia serem difundidas amplamente, enquanto Estados Unidos e China não têm regulações

difundidas num possível efeito Washington e Pequim, por exemplo.

O efeito Bruxelas já se manifesta indiretamente sobre o Brasil. A Lei Geral de Proteção aos Dados (LGPD)¹ do Brasil é um exemplo de como a regulação da União Europeia impacta outras coisas além do comércio, ou seja, um efeito difuso advindo do efeito Bruxelas (JORGE, 2022; BUENO, 2023). Assim como o comércio de madeira tem sido afetado por tal efeito, no qual o *European Union Deforestation Regulation*², por exemplo, levou a uma difusão *de facto* das visões da União Europeia sobre a madeira produzida no Brasil (TREVIZAN, 2024). A não-conformidade do Brasil poderia ser vista sob duas óticas que privilegiam a visão da União Europeia quanto à sua prerrogativa em legislar sobre sua própria política ambiental. Primeiramente, caso a União Europeia tenha (e possivelmente tem na maioria dos itens) uma regulação mais rígida para produção, então ao engajar em comércio internacional com países desregulados, na prática ela está conferindo vantagens competitivas a países estrangeiros frente aos seus produtores locais. Por outro lado, caso a União Europeia institua uma barreira técnica no sentido de impedir a importação desses bens produzidos sob uma regulação mais fraca, então na prática, é possível ocorrer desde uma correção de competitividade entre produtos europeus e produtos importados desses países com menor

regulação até o ponto de que haja na verdade algum tipo de protecionismo. Num assunto diretamente relacionado à habilidade da União Europeia de ditar regulações *de facto* e aqui *de jure*, a decisão do começo do mês de março de 2024 de um painel da Organização Mundial do Comércio de reconhecer que a União Europeia está correta em impor barreiras técnicas à importação de biocombustíveis baseados em óleos de palma produzidos na Indonésia e na Malásia (WTO/DSU/600/WTO e WTO/DSU/593) obtidos a partir da mudança indireta do uso da terra reforça o argumento de que a UE tem bastante momentum em ditar as regulações globais, usando mecanismos de mercado e raramente mecanismos *de jure*.

Outro ponto relevante para a temática abordada aqui é a frequência com que a União Europeia usa dos acordos comerciais dos quais ela é signatária para difundir minimamente suas próprias regulações (MORIN; ROCHETTE, 2017). Isso configura uma difusão regulatória *de jure*, mas ainda assim ancora-se numa perspectiva de mercado, na qual o(s) país(es) que negociam com a União Europeia ainda assim consideram o benefício com esse bloco como superior ao custo de adequação produtiva a regulações da União Europeia.

Para o Brasil, o debate do efeito Bruxelas no contexto do Acordo do Livre Comércio da União Europeia-

-Mercosul é bastante interessante. Em termos econômicos, o Brasil deseja usufruir tarifas do comércio e barreiras não tarifárias próximas de 0 ou o mais reduzidas possível. Ao mesmo tempo, a França e outros grandes países do bloco veem nesse acordo uma oportunidade de consolidar suas percepções sobre a exploração da Floresta Amazônica pelo setor agropecuário. Em termos mais domésticos, há também a preocupação por parte das autoridades francesas de que produtos agropecuários brasileiros chegando ao país poderiam reduzir a produção desses setores na zona rural francesa. O argumento do efeito de Bruxelas também pode ter efeito reduzido no Brasil na medida em que esse país não é muito afeito a alterar suas regulações, *hard* ou *soft*, visando satisfazer certos blocos comerciais ou outros multilaterais, como o processo de acesso do Brasil à OCDE, que foi pausado devido a uma perspectiva de que satisfazer à regulação *soft* da OCDE seria uma renúncia a prerrogativas legislativas e regulatórias (HESSEL, 2023).

Referências

- BRADFORD, A. **The Brussels effect: how the European Union rules the world.** Oxford University Press, USA, 2020.
- BUENO, T. **Efeito Bruxelas: O 'poder invisível' da Europa por trás do PL das Fake News.** 17 out. 2023. <https://www.uol.com.br/tilt/analises/ultimas-noticias/2023/10/17/efeito-bruxelas>

o-poder-invisivel-da-europa-por-tras-do-pl-das-fake-news.htm. Acesso em: 18 mar. 2024.

EUROPEAN UNION - Certain Measures concerning Palm Oil and Oil Palm Crop-Based Biofuels. 2024. DSU/593/WTO. Disponível em: < <https://docs.wto.org/dol2fe/Pages/SS/directdoc.aspx?filename=q:/WT/DS/593-13.pdf&Open=True>>.

EUROPEAN UNION - Certain Measures concerning Palm Oil and Oil Palm Crop-Based Biofuels. 2024. DSU/600/WTO. Disponível em: < <https://docs.wto.org/dol2fe/Pages/SS/directdoc.aspx?filename=q:/WT/DS/600R.pdf&Open=True>>.

HESSEL, R. **Adesão do Brasil à OCDE é deixada de lado pelo governo Lula**. Economia, 9 out. 2023. <https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2023/10/5132166-adesao-do-brasil-a-ocde-e-deixada-de-lado-pelo-governo-lula.html#>

JORGE, D. d. C. C. **Da verificação do Efeito Bruxelas no âmbito do regime das transferências de dados pessoais internacionais do RPGD**. Ph.D. Thesis, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2022. <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/39365/1/203091760.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2024.

MORIN, J. F.; ROCHETTE, M. Transatlantic convergence of preferential trade agreements environmental clauses. **Business and Politics**, v. 19, n. 4, p. 621-658, 2017.

TREVIZAN, A. F. Exploring the Brussels effect: the European Union's impact on brazilian forestry policies. **Revista de Direito**, v. 16, n. 1, p. 1-25, 2024.

por pessoa jurídica de direito público. Para maiores informações: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/113709.htm. Acesso em: 18 mar. 2024.

2 Para maiores informações: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1115&qid=1687867231461>. Acesso em: 18 mar. 2024.

1 Lei nº 13.709/2018, que versa sobre o tratamento de dados pessoais, digitais ou físicos, tanto por pessoa jurídica de direito privado como

(*)Doutorando em Teoria Econômica na FEA-USP.
(E-mail: prof@alanleal-econ.com).

(**)Doutoranda em Economia do Desenvolvimento na FEA-USP.
(E-mail: eduardafigueiredo@usp.br).

A Economia Brasileira em 2024

GUILHERME TINOCO (*)

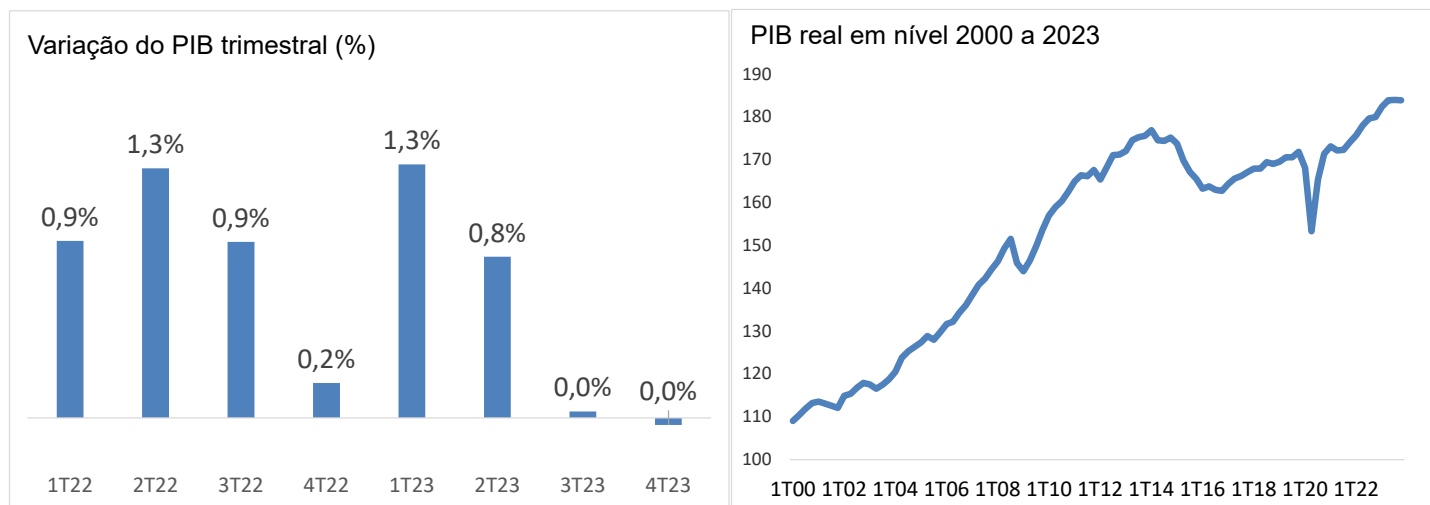
No primeiro dia de março, o IBGE divulgou os números oficiais para o PIB nacional relativo a 2023. Tais números mostraram que, no quarto trimestre do ano, o PIB brasileiro apresentou estabilidade, seguindo o que já havia acontecido no terceiro trimestre. Com isso, o PIB total de 2023 fechou o ano com alta de 2,9% em relação a 2022, um valor muito acima da projeção de mercado de início de ano, que era de 0,8%.

No ano, o PIB, pelo lado da oferta, foi caracterizado por uma alta bastante significativa da agropecuária (+15,1%), refletindo a safra recorde no setor, e por um crescimento ex-

pressivo também da indústria extrativa (+8,7%). Os serviços, maior componente da oferta, exibiram alta de 2,4%. Pelo lado da demanda, destacou-se o crescimento de 3,1% do consumo das famílias, sustentado, entre outras coisas, por um mercado de trabalho bastante resiliente e uma elevação substancial das transferências às famílias. O destaque negativo, pelo lado da demanda, foi o fraco desempenho do investimento, que recuou 3,0% na comparação com o ano anterior.

Em relação ao comportamento do PIB ao longo do ano, verificaram-se taxas de crescimento muito diferentes ao longo dos quatro

trimestres de 2023. O gráfico a seguir mostra que, enquanto a economia cresceu 1,3% no primeiro trimestre e 0,8% no segundo trimestre, sempre na comparação com o trimestre anterior, ela ficou estável no terceiro e no quarto trimestres. Por fim, é importante pontuar que o crescimento do PIB de 2023 se sucede à alta de 3,0% em 2022 e 4,8% em 2021, que, somados, caracterizam uma recuperação significativa da economia após a contração de 2020, no âmbito dos efeitos da pandemia, como fica evidente quando se observa o gráfico de nível exposto a seguir.



De maneira geral, portanto, é possível extrair duas conclusões mais gerais em relação ao desempenho da economia em 2023. A primeira é que o PIB cresceu com o suporte do setor agropecuário e extrativo e do impulso fiscal caracterizado principalmente pela elevação de transferências às famílias. A segunda é que o PIB desacelerou durante o ano, colocando dúvidas a respeito da continuidade do crescimento em 2024. Neste contexto, faz sentido entender melhor o que pode acontecer com a economia este ano. O quanto será possível crescer e qual será o padrão de crescimento?

De maneira geral, muitos dos fatores que ajudaram a impulsionar a atividade em 2023 não estarão presentes em 2024. No caso da agropecuária, as estimativas relativas à safra de grãos do ano têm sugerido queda em relação a 2023, como atestam os últimos números divulgados pela Conab e pelo IBGE. É verdade que as safras ainda estarão em patamares historicamente elevados, mas haverá redução na comparação anual. Já em relação ao impulso fiscal, nota-se que este, se permanecer no campo positivo, terá uma dimensão significativamente menor do que a que teve em 2023, quando se observou uma elevação do gasto público em quase R\$ 200 bilhões somente com a PEC da transição.

Por outro lado, alguns elementos podem ajudar a atenuar a desaceleração dada pelos fatores elencados anteriormente. A continuidade no ciclo de afrouxamento monetário atualmente em curso, a robustez

do mercado de trabalho – que tem apresentado alta de população ocupada e de salários na margem – e o pagamento de elevado volume de precatórios realizado no final do ano passado são alguns exemplos. Assim, o consumo das famílias continuaria apresentando uma dinâmica favorável, que beneficiaria principalmente o setor de serviços. Além desses elementos, espera-se que o investimento cresça em 2024 não só porque partirá de uma base de comparação muito baixa, mas também pelo efeito do esperado aumento de liquidez global e pelas oportunidades que o país oferece em vários setores, especialmente aqueles ligados à agenda verde.

De fato, o início do ano começou melhor do que o esperado. Depois de alguns meses quando a atividade andou de lado durante o segundo semestre de 2023, a economia reacelerou em novembro e dezembro e seguiu esse movimento também em janeiro. Neste mês, os principais indicadores já divulgados mostraram um cenário muito positivo para a atividade: o comércio surpreendeu e exibiu altas de 2,5% (restrito) e 2,4% (ampliado), ambas muito acima do esperado. Os serviços cresceram 0,7%, também bem acima do consenso de mercado. A indústria recuou 1,6% na margem, mas com queda mais branda do que o esperado e concentrada no setor extrativo, que havia acumulado forte alta nos meses anteriores. Dentro da indústria, o setor de bens de capital se recuperou e cresceu 5,2%. O IBC-Br, conhecido como o PIB mensal, cresceu 0,6% em janei-

ro em relação a dezembro de 2023 e 3,4% em relação a janeiro de 2023.

Olhando esses dados de maneira mais geral, pode-se dizer que a atividade começou o ano mais aquecida do que se supunha, melhorando as expectativas para o ano. Ao mesmo tempo, as projeções de mercado têm sido revisadas para cima, ainda que timidamente, e já se aproximam de 2,0%. Esse crescimento seria caracterizado por um equilíbrio maior entre os componentes da oferta e também entre os componentes da demanda do que o observado em 2024.

Alcançar um número em torno de 2,0%, contudo, não é tão simples, uma vez que a economia precisará continuar acelerando durante o ano. Os dados do PIB de 2023 deixaram um *carry-over* de apenas 0,2% para 2024. Para chegar aos 2,0%, portanto, seria necessário observar um crescimento trimestral médio de 0,7% nos quatro trimestres do ano. Até o momento, tudo indica que o primeiro trimestre poderá entregar um desempenho positivo. Para frente, ficaremos na dependência da *performance* dos fatores que empurrarão a economia em 2024, torcendo também para que sejamos surpreendidos positivamente.

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

Representatividade Feminina e Formulação de Política no Brasil

GABRIEL BRASIL (*)

A cada ano, o Mês da Mulher oferece a oportunidade de refletirmos acerca dos grandiosos desafios que marcam o tema da desigualdade de gênero em diferentes espaços sociais, inclusive os da política e da economia. Embora o panorama seja problemático globalmente, o Brasil parece apresentar indicadores especialmente ruins, que reforçam a urgência de um escrutínio rigoroso e propositivo – tanto pelo ponto de vista moral como da qualidade da formulação de políticas públicas.

Quatro anos atrás, em artigo para este mesmo boletim, este autor apresentou alguns argumentos em favor de uma postura mais ambiciosa da sociedade brasileira com relação à limitada participação feminina no debate político-econômico brasileiro.¹ O artigo trouxe algumas evidências – que hoje estão cada vez mais robustas na literatura acadêmica – acerca das diferenças significativas de formulação de política entre homens e mulheres com formações similares, inclusive em temas caros para a sociedade no contexto das crises que vivemos atualmente, como meio ambiente, desenvolvimento social e defesa. À época, o artigo compilou alguns

indicadores preocupantes, como o fato de o Brasil ter tido apenas uma ministra da Fazenda na nossa história contra 85 ministros homens. Hoje, são 86. Nenhuma mulher havia presidido o Banco Central, realidade que também persiste.

Vale a pena retomar tal discussão. Entre outros motivos, porque ficou escancarado nos últimos anos que o problema atravessa o espectro político de forma consistente – da extrema direita de Jair Bolsonaro (2019-22) à centro-esquerda de Luiz Inácio Lula da Silva – ainda que o atual presidente tenha mantido retórica progressista com relação ao tema, e que o eleitorado feminino tenha sido crucial na sua eleição.

No total, o Executivo Federal tem atualmente 38 ministérios, com apenas oito deles sendo liderados por mulheres. Chama a atenção ainda o fato de que, no contexto de negociações políticas em busca de melhor governabilidade, Lula ainda demitiu duas ministras no seu primeiro ano de mandato – Ana Moser, do Ministério dos Esportes, e Daniela Carneiro, do Ministério do Turismo. Lula também substi-

tuiu a presidenta da Caixa Econômica Federal Rita Serrano por um homem indicado por partidos aliados. No Ministério da Fazenda, de Fernando Haddad, há atualmente oito secretarias, sendo cinco delas ocupadas por homens, incluindo a secretaria executiva. No Banco Central, as diretorias são oito, das quais sete são ocupadas por homens, como também é o caso da presidência. O BNDES parece ser uma exceção a tal padrão. Ainda que seja presidido por um homem, cinco das suas nove diretorias são lideradas por mulheres.

No Judiciário e no Legislativo, a disparidade também é grave. Segundo levantamento da CNN Brasil, as eleições de 2022 produziram, no total, 1.394 mandatos masculinos para a Câmara dos Deputados, o Senado, as Assembleias Legislativas e os governos estaduais – contra 302 mandatos femininos.² No Supremo Tribunal Federal, há apenas uma mulher entre as 11 cadeiras – cenário que piorou no último ano, dado que Lula indicou dois homens para as duas vagas que se abriram no último ano, uma delas pertencente a Rosa Weber (substituída por Cristiano Zanin).

Do ponto de vista econômico, são diversos – e centrais – os temas que normalmente se beneficiam de maior diversidade de *background* na formulação de política. O combate à pobreza é um bom exemplo, considerando em especial o papel da mulher nos lares mais vulneráveis ao redor do país; segundo o governo federal, mulheres são responsáveis por 81% das famílias beneficiadas pelo programa Bolsa Família.³ Estudo bastante repercutido na literatura de Duflo e Chattopadhyay (2004), com dados da Índia, mostrou como a presença de mulheres na formulação de política afeta a provisão de bens públicos importantes para o combate à pobreza.

A preservação ambiental, que a cada dia ocupa um espaço mais importante em discussões sobre desenvolvimento econômico e é um tema especialmente caro ao Brasil, é outro exemplo. Estudos compilados pelo Banco de Investimento Europeu (EIB, braço da União Europeia) mostraram, em linha com outras evidências, que países com mais mulheres no Legislativo tendem a ratificar mais políticas de combate às mudanças climáticas e tratados ambientais.⁴

A área da educação, cujas deficiências explicam parte do baixo desempenho econômico brasileiro nas últimas décadas, é outro bom exemplo. Artigo de Hessami

e Baskaran (2020) mostrou que a maior presença de mulheres na formulação de política favorece o aumento da cobertura educacional – resultado também em linha com estudos análogos. Trata-se, afinal, de literatura ampla. Do ponto de vista do crescimento econômico estrito, finalmente, Dahlum, Knutson e Mechkova (2022) mostraram que o empoderamento político de mulheres está positivamente relacionado com o aumento do PIB *per capita* em 182 países ao longo de 221 anos.

Vale destacar, ainda, que algumas das medidas do governo mais elogiadas no debate político atual e com implicações econômicas diretas foram patrocinadas pelas poucas ministras mulheres que fazem parte do primeiro escalão do Executivo. É o caso da implementação do Concurso Público Nacional Unificado, liderado pela ministra da Gestão Esther Dweck; o complexo Plano Plurianual (PPA), gerenciado pela ministra do Planejamento Simone Tebet; e a expressiva queda do desmatamento na Amazônia (em 50% em 2023, de acordo com dados do Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais, INPE), registrada sob a gestão da ministra do Meio Ambiente e das Mudanças Climáticas Marina Silva.⁵

É verdade que o problema da disparidade de gênero no Brasil não é exclusividade do governo – ou do

governo federal, especificamente. Trata-se de realidade sabidamente pervasiva no setor privado e na academia. Ocorre que o governo federal, dada a sua representatividade e os recursos associados à sua estrutura, é provavelmente a instituição com a maior capacidade de gerar impacto positivo em tal cenário. O fato de ser um problema predominante inclusive em governos que dominam o espaço progressista do debate político exacerba a persistência dos desafios do país com relação ao tema. Como já era quatro anos atrás, trata-se de problema urgente.

Referências

- DAHLUM, S.; KNUTSEN, CH.; MECHKOVA, V. **Women's political empowerment and economic growth**. 2022. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X22000122>.
- DUFLO, E.; CHATTOPADHYAY, R. **Women as policy makers: evidence from a randomized policy experiment in India**. 2004. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3598894>.
- HESSAMI, Z.; BASKARAN, T. **Women as policymakers do make a difference**. 2020. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/women-policymakers-do-make-difference>.

1 <https://downloads.fipe.org.br/publicacoes/bif/bif474.pdf>

- 2 <https://www.cnnbrasil.com.br/politica/mulheres-aumentam-representacao-na-camara-mas-representatividade-ainda-e-baixa/>
- 3 <https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2023/03/mulheres-sao-responsaveis-familiares-em-81-das-concessoes-do-bolsa-familia>
- 4 <https://www.eib.org/en/stories/female-leaders-climate>
- 5 <https://agenciabrasil.ebc.com.br/radioagencia-nacional/meio-ambiente/audio/2024-01/inpe-aponta-que-desmatamento-na-amazonia-caiu-pela-metade-em-2023#:~:text=Em%202023%2C%20toda%20a%20Amaz%C3%B4nia,Instituto%20Nacional%20de%20Pesquisas%20Espaciais>.

() Economista pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e mestre em economia política internacional pela Universidade de São Paulo (USP). (E-mail: gabrielchbrasil@gmail.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 – 08/03/2024)

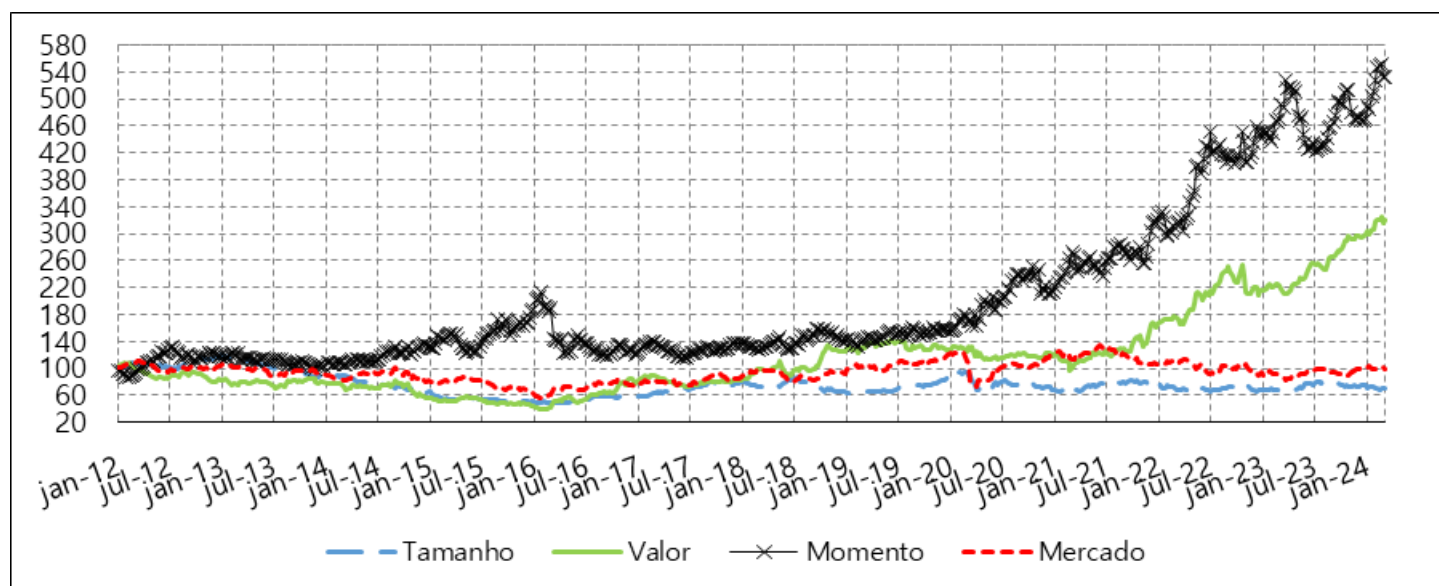


Tabela 1

| | Tamanho | Valor | Momento | Mercado |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Semana | 1,23% | -3,80% | -3,00% | -1,56% |
| Mês atual | 1,46% | -3,45% | -3,23% | -1,46% |
| 2024 | -2,66% | 2,19% | 7,60% | -6,05% |
| 2010-2024 | -22,21% | 118,47% | 848,53% | -21,42% |

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 - 08/03/2024)

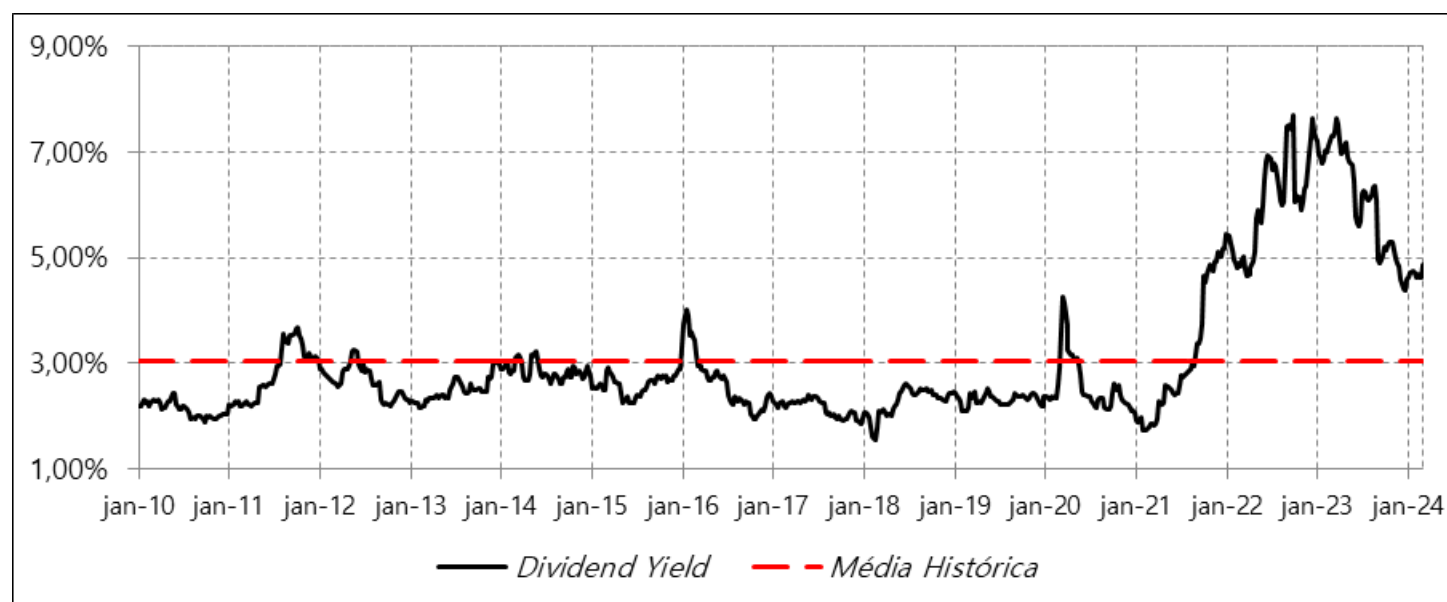


Tabela 2

| | Dez Maiores | | Dez Menores | |
|-----|-------------|-----------------|-------------|-----------------|
| | Papel | Preço-Dividendo | Papel | Preço-Dividendo |
| 1. | PRI03 | 608,15 | GRND3 | 4,59 |
| 2. | SIMH3 | 406,66 | PETR4 | 5,33 |
| 3. | PETZ3 | 369,75 | BRAP4 | 6,84 |
| 4. | RAIL3 | 336,02 | CSMG3 | 7,08 |
| 5. | ASAI3 | 287,31 | AGRO3 | 7,46 |
| 6. | SMFT3 | 244,48 | AURE3 | 8,12 |
| 7. | ELET3 | 193,50 | MTRE3 | 8,34 |
| 8. | ODPV3 | 172,38 | CMIN3 | 8,62 |
| 9. | AMBP3 | 166,96 | BMGB4 | 10,20 |
| 10. | TASA4 | 141,10 | RANI3 | 10,25 |

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 - 07/03/2024)

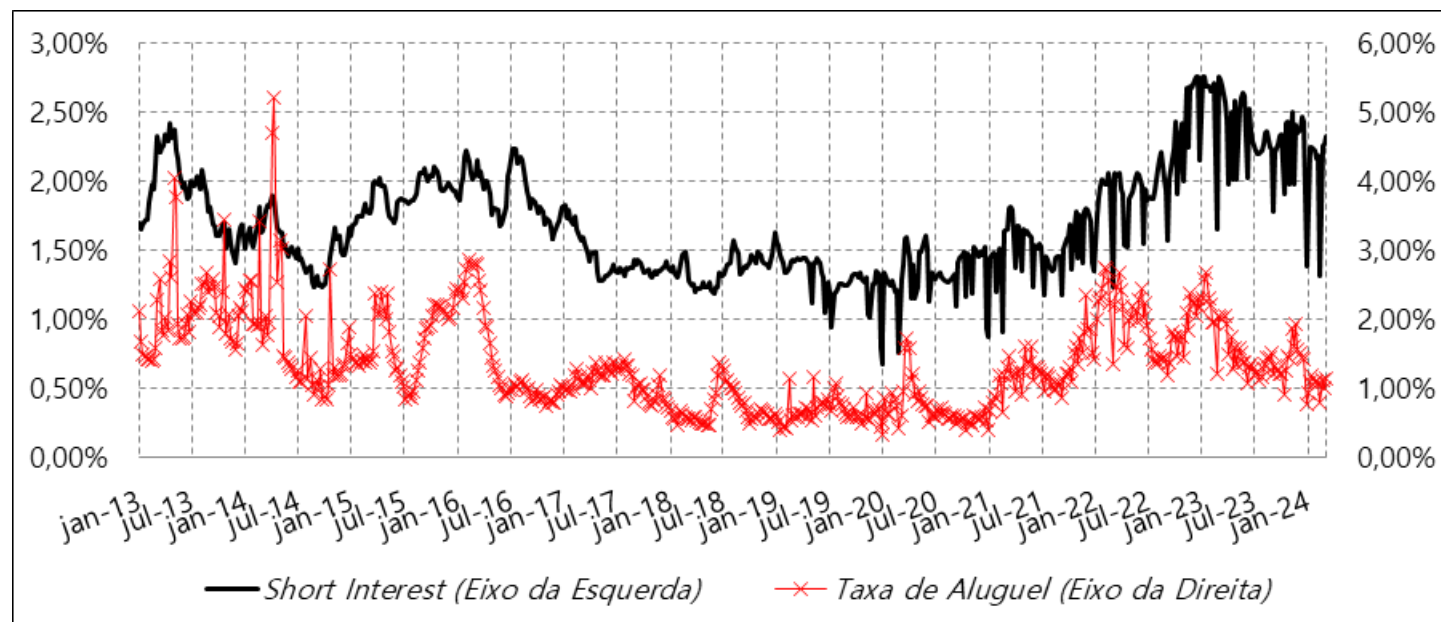


Tabela 3

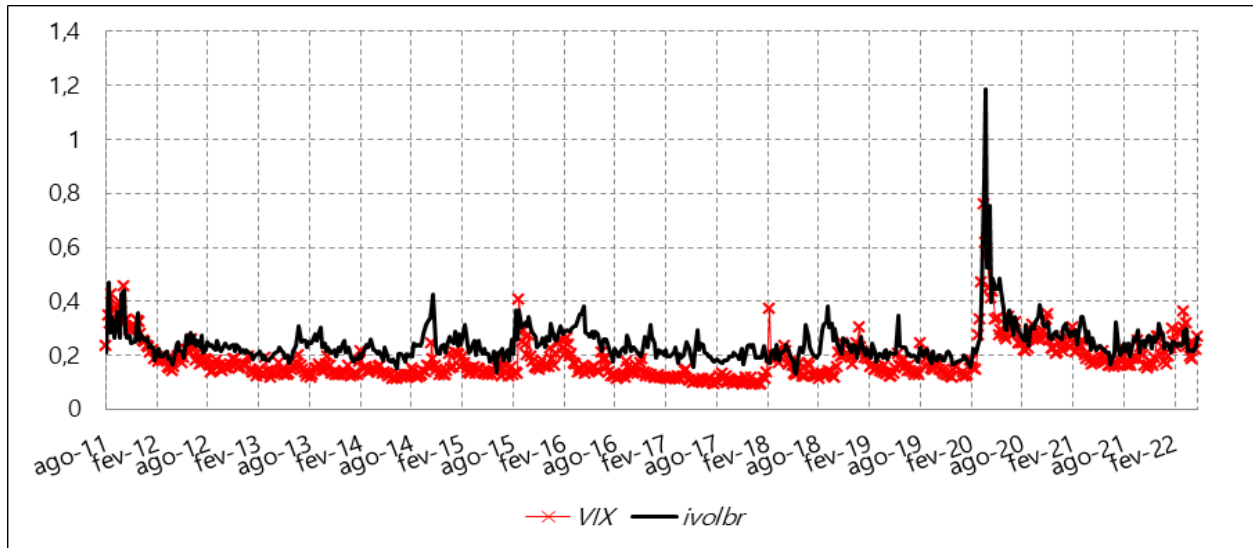
| Cinco Maiores da Semana | | | | |
|----------------------------|-------|--------|-----------------------------|--------|
| Short interest | | | Taxa de Aluguel | |
| 1. | RRRP3 | 20,99% | PCAR3 | 96,32% |
| 2. | PETZ3 | 18,01% | GOLL4 | 38,32% |
| 3. | BHIA3 | 17,57% | AMER3 | 36,18% |
| 4. | OIBR3 | 17,44% | RCSL3 | 35,64% |
| 5. | AMER3 | 16,39% | GFS33 | 28,53% |
| Variação no short interest | | | Variação na taxa de aluguel | |
| 1. | PCAR3 | 4,56% | PCAR3 | 74,65% |
| 2. | OIBR3 | 2,42% | ATOM3 | 6,75% |
| 3. | GFS33 | 1,96% | AMER3 | 5,73% |
| 4. | OIBR4 | 1,27% | MWET4 | 5,00% |
| 5. | AMER3 | 1,19% | RNEW4 | 4,96% |

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 IBOVES-PA. Já o VIX® é o índice de volatilidade futura esperada para o mercado americano calculado pela CBOE®.²

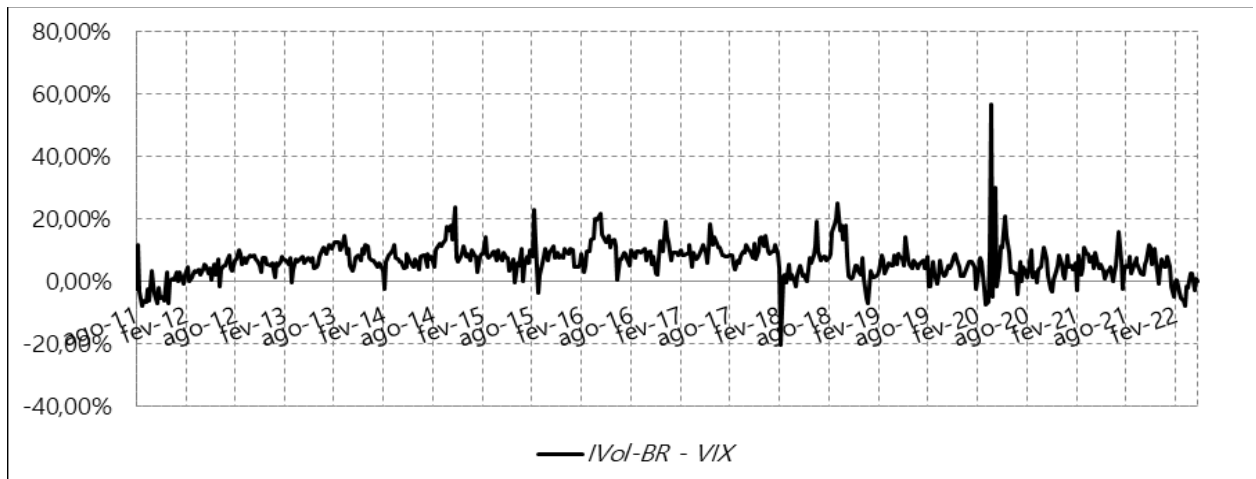
O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, capturando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <http://nefin.com.br/volatility_index.html>.

Gráfico 4 – Volatilidade Forward-Looking (01/08/2011 - 30/04/2022)

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 02/2024: Mercado de Capitais é a Principal Fonte de Financiamento das Empresas Brasileiras no Mercado Doméstico¹

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

1 Sumário

Nos últimos dez anos, a composição das fontes de financiamento das empresas brasileiras no mercado doméstico tem apresentado fortes mudanças, caracterizadas principalmente pelo aumento de participação dos recursos captados com a emissão de títulos de dívida do mercado de capitais. A participação do saldo desses recursos no exigível financeiro consolidado de todas as empresas, que era de 21,5% em 2012, praticamente dobrou para 42,4% em dezembro de 2023. Ao mesmo tempo, a participação do saldo de recursos de crédito bancário de recursos livres tem queda de 42,8% para 37,0% e o saldo de recursos tomados no BNDES tem redução de 28,2% para 10,2%.²

Uma análise da evolução dos desembolsos do BNDES e das emissões de ações e de dívida do mercado de capitais, as duas principais fontes de financiamento de médio e longo prazo do mercado doméstico, leva à identificação de dois períodos distintos no período mais longo de 2005 a 2023, caracterizados pela predominância de uma ou

de outra fonte. No primeiro período, que vai de 2005 a 2015, a predominância é do BNDES, reforçada com a oferta de grande volume de financiamento a taxas subsidiadas com recursos do Tesouro, dos quais cerca de 73% foram destinados a empresas grandes, empresas que em geral têm condições para acessar o mercado de capitais. Parece razoável supor que muitas dessas empresas teriam dado preferência ao financiamento com taxas de juros inferiores às que seriam obtidas com emissões no mercado de capitais.

Existem indicações de que outro fator contribuiu para inibir as emissões de ações e títulos de dívida do mercado de capitais no período de 2012 a 2016, representado pela acentuada elevação das taxas de juros e do custo de capital próprio. Já a partir de 2017, com a acentuada redução da oferta de financiamentos subsidiados e a queda das taxas de juros observou-se acelerado crescimento dos recursos captados no mercado de capitais. Na média dos últimos três anos, a participação da captação líquida de recursos de dívida

do mercado de capitais respondeu por mais de 60% da captação líquida total³ de recursos de todas as empresas brasileiras no mercado doméstico. .

Verifica-se que o aumento de importância do mercado de capitais no sistema financeiro brasileiro está alinhado com as tendências observadas em todo o mundo no processo de desenvolvimento do sistema financeiro.⁴ Embora não seja objetivo desta Nota realizar uma avaliação mais abrangente da funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, seus benefícios e limitações, existem razões para acreditar que os padrões de transparência e governança das empresas participantes desse mercado criam condições para aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos, contribuindo assim para elevar a eficiência funcional do sistema financeiro brasileiro.⁵ Existe um numeroso conjunto de trabalhos que cobrem vários países e longos períodos de tempo os quais indicam uma relação positiva e por vezes causal entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico.⁶

2 O Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras Tem Forte Mudança nos Últimos Dez Anos

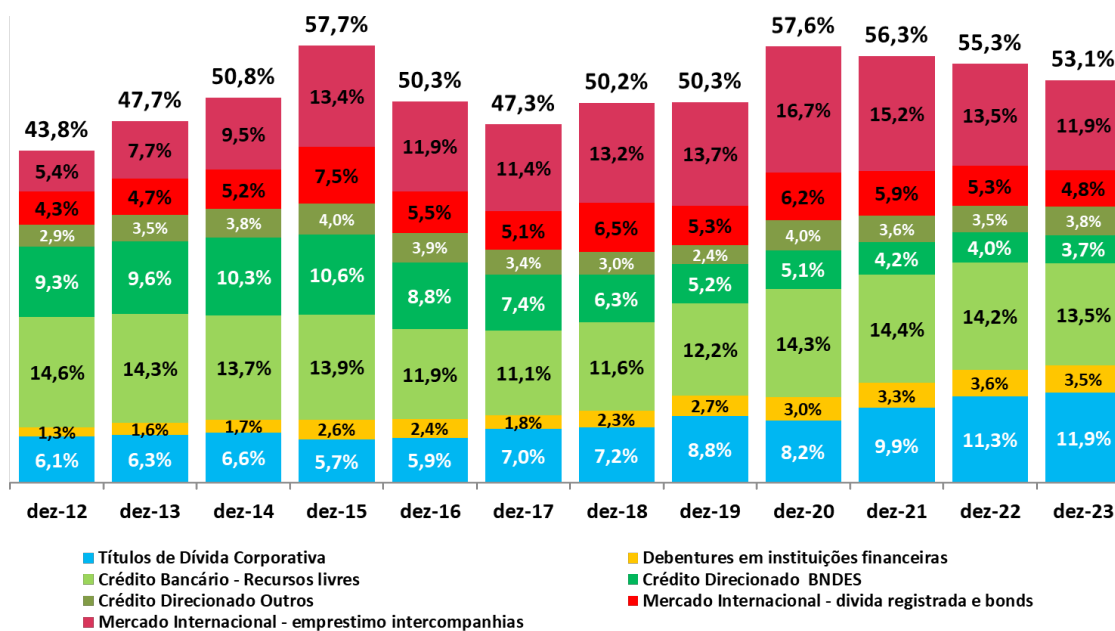
Uma análise da evolução do exigível financeiro consolidado de todas as empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB mostra que nos últimos dez anos a alavancagem agregada dessas empresas apresenta variações, mas sem apresentar tendência clara, como se vê no Gráfico 1.

A maior mudança de composição porcentual das várias fontes de recursos ocorre no mercado doméstico, como se vê no Gráfico 2. A comparação desses por-

centuais entre 2012 e 2023 revela que os principais movimentos de redução de participação ocorrem com o BNDES, de 21,2% para 7,1%, e com o saldo de crédito de recursos livres de 33,3% para 25,4%, em favor do aumento da participação do saldo de títulos de dívida do mercado de capitais, de 16,7% para 29,1% nesse mesmo período.

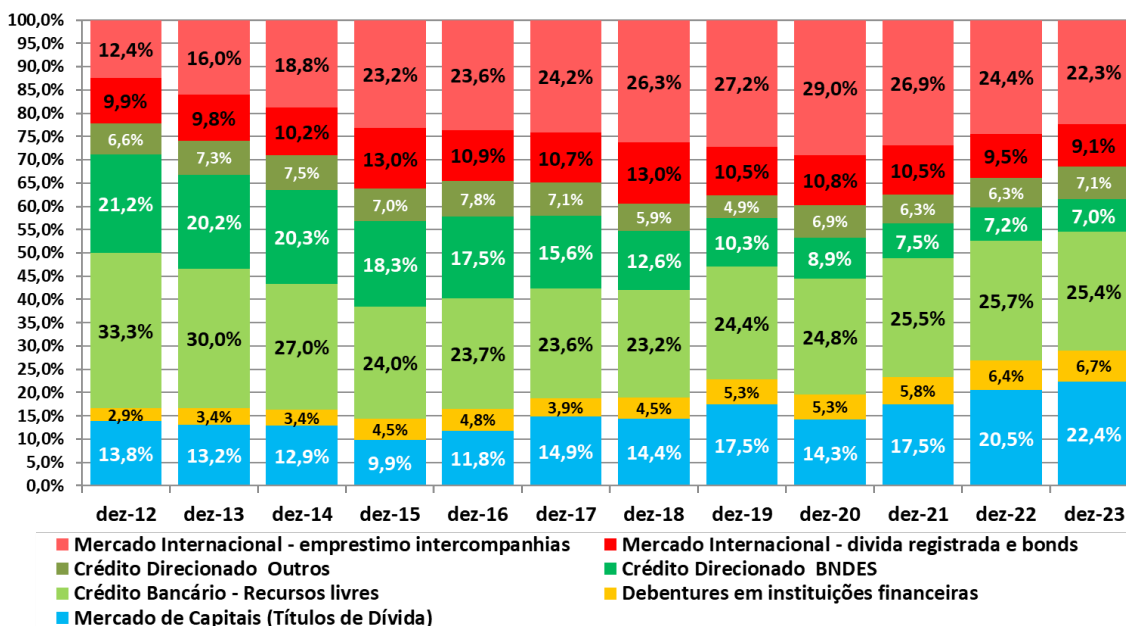
A elevação da participação do saldo de recursos captados no mercado internacional de 22,3% em 2012 para 31,4% em dezembro de 2023 combina a elevação do saldo em moeda estrangeira e da taxa de câmbio, como se observa no Gráfico 3.

Gráfico 1 – Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - % do PIB



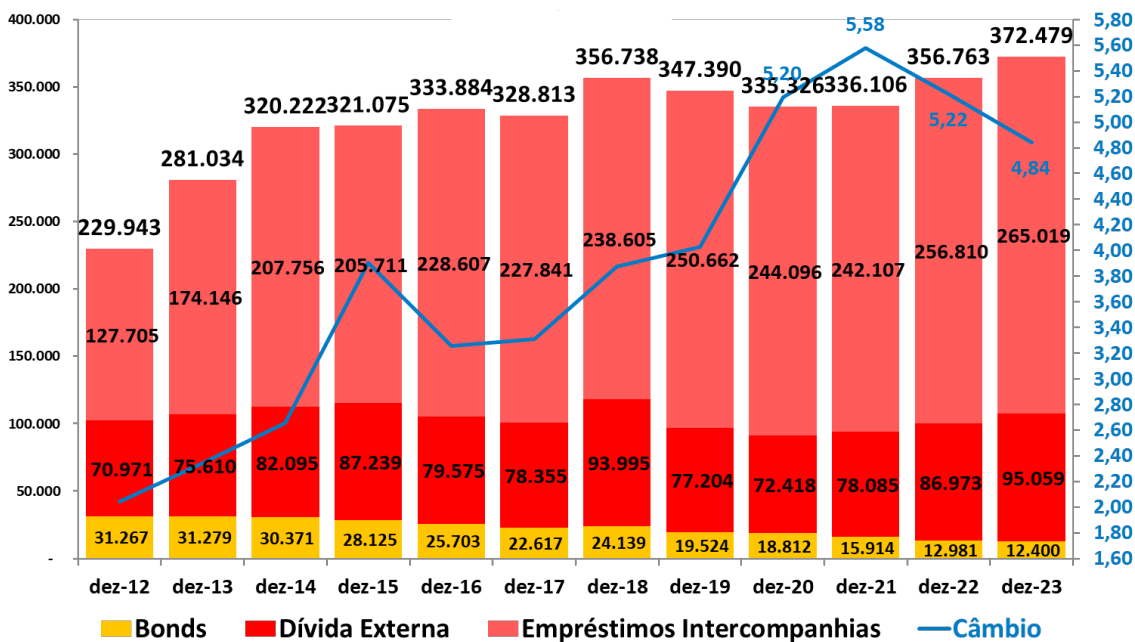
Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 2 - Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - Composição



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 3 - Exigível Financeiro Externo de Pessoas Jurídicas Não Financeiras – em US\$ Milhões



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

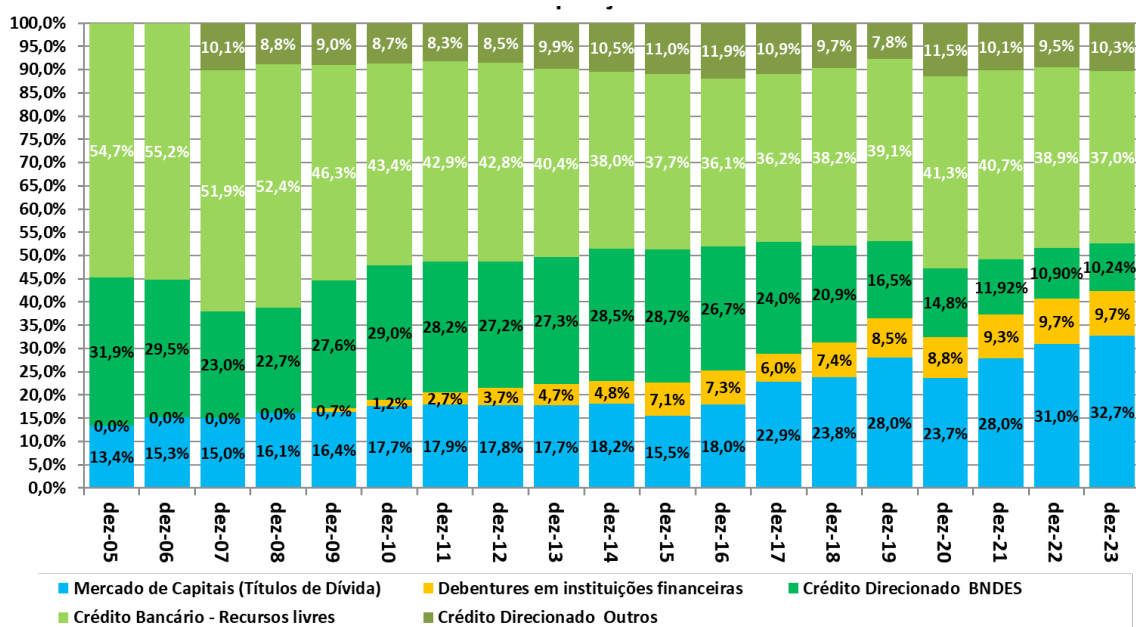
O saldo de dívida em moeda estrangeira elevou-se de US\$ 229,9 bilhões em 2012 para a média de cerca de US\$ 335 bilhões no período de 2014 a 2021, mas sua participação no exigível financeiro das empresas reflete também o aumento da taxa de câmbio, de R\$ 2,66 em 2014 para R\$ 5,58 em 2021. Por sua vez, a queda da taxa de câmbio para R\$ 4,94 em 2023 modera o crescimento da dívida para US\$ 372,5 bilhões em dezembro de 2023.

O aumento de participação do saldo de recursos de dívida tomados no mercado de capitais no total do exigível financeiro de todas as empresas no mercado doméstico é apresentado no Gráfico 4. No período de 2012 a 2023, a parcela do exigível financeiro representada por títulos de dívida do mercado de capitais quase dobra, de 21,5% para 42,4%, ocupando o espaço da redução de participação do BNDES, de 27,2% para

10,2% e do crédito de recursos livres, de 42,8% para 37,0% no mesmo período. O aumento da participação de títulos de dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4% pode ser decomposto numa parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras que se eleva de 3,7% para 9,7%.

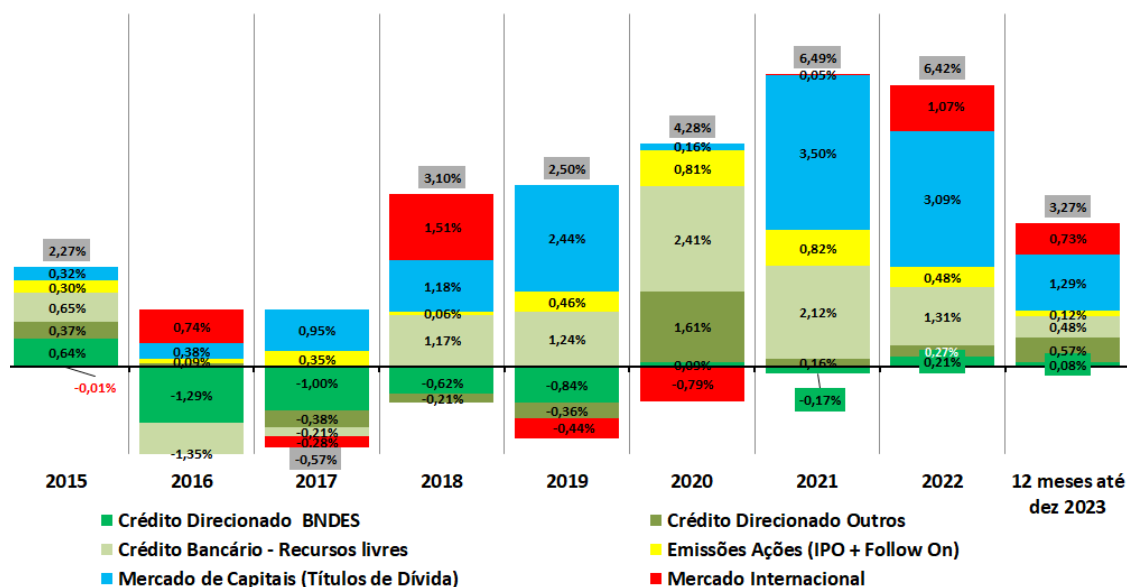
A dinâmica de mudança das fontes de financiamento das empresas brasileiras é mais bem observada a partir dos dados que refletem os fluxos de captação líquida de recursos de cada fonte. O Gráfico 5 mostra essas estimativas de cada fonte de recursos de dívida, calculadas pela diferença de saldos entre duas datas, além de apresentar o valor das emissões primárias de ações, tudo como porcentagem do PIB.⁷

Gráfico 4 - Exigível Financeiro Doméstico de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - Composição



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 5 – Emissão de Ações e Captação Líquida por Diferença de Estoques: Mercado de Capitais, Desembolsos BNDES, Crédito Recursos Livres, Outros Direcionados e Mercado Internacional - % do PIB



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemeç-Fipe.

O crescimento da participação da captação líquida de recursos de dívida do mercado de capitais foi interrompido em 2020 face aos impactos da pandemia e à forte expansão de crédito bancário acompanhada de acentuada redução da taxa de juros, como resultado das medidas emergenciais adotadas pelo Bacen em março daquele ano. Entretanto, fica evidenciada a tendência de aumento da participação dessa fonte de recursos no financiamento das empresas ao longo de todo o período de 2015 a 2023. A partir de 0,62% do PIB em 2015, os recursos líquidos captados no mercado de capitais na forma de dívida ou de ações atingem 4,32% do PIB em 2021, 3,57% em 2022 e 1,41% em 2023. Nos anos de 2021 e 2022, os recursos líquidos captados pelas

empresas no mercado de capitais representam cerca de 2/3 da captação líquida das fontes domésticas de recursos, participação essa que se reduz a 55% em 2023, configurando participação média superior a 60% nesse período de três anos.

Além do aumento de eficiência da alocação de recursos⁸ com melhor qualidade das informações disponibilizadas ao mercado para avaliação de risco e retorno,⁹ destaca-se o incentivo à adoção de melhores padrões de governança corporativa e transparência por parte das empresas. Os custos de transação são significativamente reduzidos no mercado de capitais ao transformar os contratos de financiamento e participações de capital em instrumentos financeiros padroniza-

dos (*commodities*), processo que facilita também a digitalização das informações e das operações. Mercados secundários ativos e líquidos promovem a precificação de empresas e instrumentos de dívida, ao mesmo tempo que o funcionamento de mercados de derivativos favorece a mensuração, alocação e diversificação de riscos.

Na Tabela 1, verifica-se que a parcela de recursos de financiamento alocada em condições de mercado, em operações de crédito de recursos livres e títulos de dívida do mercado de capitais se eleva de 61,4% em 2016 para mais de 79% em 2023. A maior parcela desse aumento tem origem no aumento de 16,30 p.p. do saldo de títulos de dívida no mercado de capitais.

Tabela 1

| FONTE DE RECURSOS | dez/16 | dez/23 | VARIÇÃO p.p. |
|------------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| 1. Crédito direcionado | 38,60% | 20,85% | -17,75% |
| 2. Crédito recursos livres | 36,10% | 37,56% | 1,46% |
| 3. Títulos de dívida corporativa | 25,30% | 41,60% | 16,30% |
| Alocados pelo mercado (2+3) | 61,40% | 79,15% | 17,75% |
| Soma | 100,00% | 100,00% | |

Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

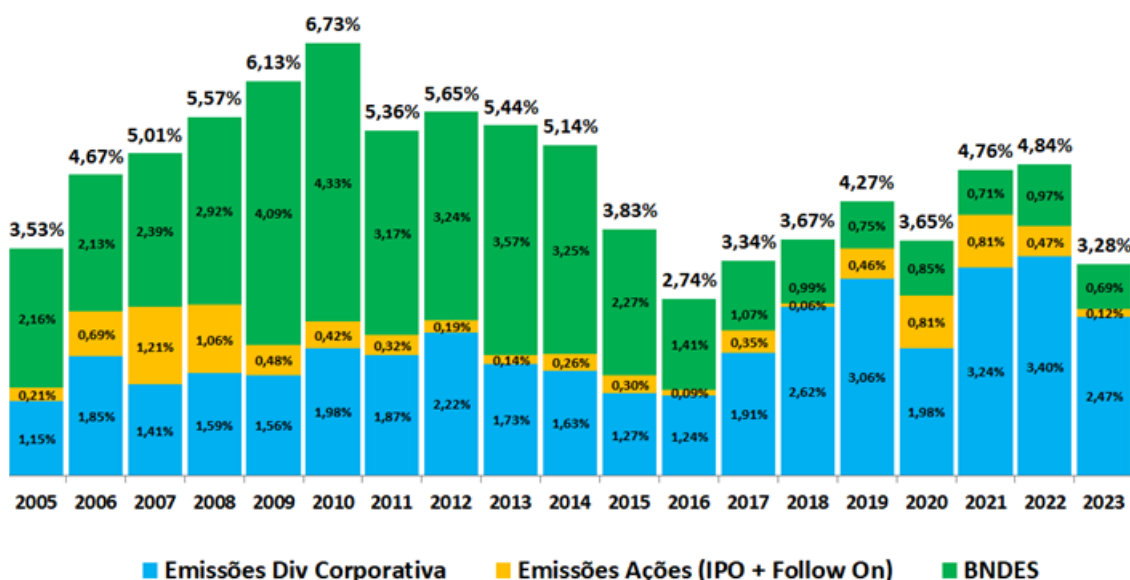
3 Mudanças de Participação do BNDES e Mercado de Capitais Como Fontes de Recursos de Médio e Longo Prazos

Além dos recursos do Sistema Financeiro da Habitação, dirigidos ao financiamento da incorporação imobiliária e da compra de imóveis com recursos

dos depósitos de poupança e do FGTS, e do financiamento de investimentos do crédito rural, o mercado de capitais e o BNDES são as principais fontes domésticas de financiamento de recursos de médio e longo prazos.

No Gráfico 6, é apresentada a evolução dos desembolsos do BNDES e dos recursos captados no mercado de capitais por emissões de ações e instrumentos de dívida no período de 2005 a 2023, e a soma desses dois componentes como porcentagem do PIB de cada ano.¹⁰ É ilustrativo registrar a mudança de participação das duas fontes de recursos entre 2010 e 2012, os dois anos em que a soma das duas fontes apresenta os maiores percentuais do PIB, de 6,73% e 5,67%, respectivamente. Em 2010, o BNDES responde por 4,33% do PIB, equivalente a 65% do total, enquanto em 2022 os recursos do mercado de capitais atingem 4,84% do PIB e participam com 80% do total. Em 2023, a participação mercado de capitais se mantém próxima dos 80%.

Gráfico 6 – Emissões Mercado de Capitais e Desembolsos BNDES – em % do PIB



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3, BNDES – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

A observação do Gráfico 6 mostra que após o salto de 2005 para 2006, as emissões de ações e de títulos de dívida do mercado de capitais mantêm nível relativamente estável até 2012, liderado inicialmente pelas ações até 2008 e depois por emissões de dívida. Daí por diante, segue-se uma tendência de queda acentuada nas emissões do mercado de capitais, somente revertida a partir de 2017. É interessante levantar algumas hipóteses sobre os fatores que podem ter determinado esses movimentos.

a) Condições de crescimento do mercado de capitais

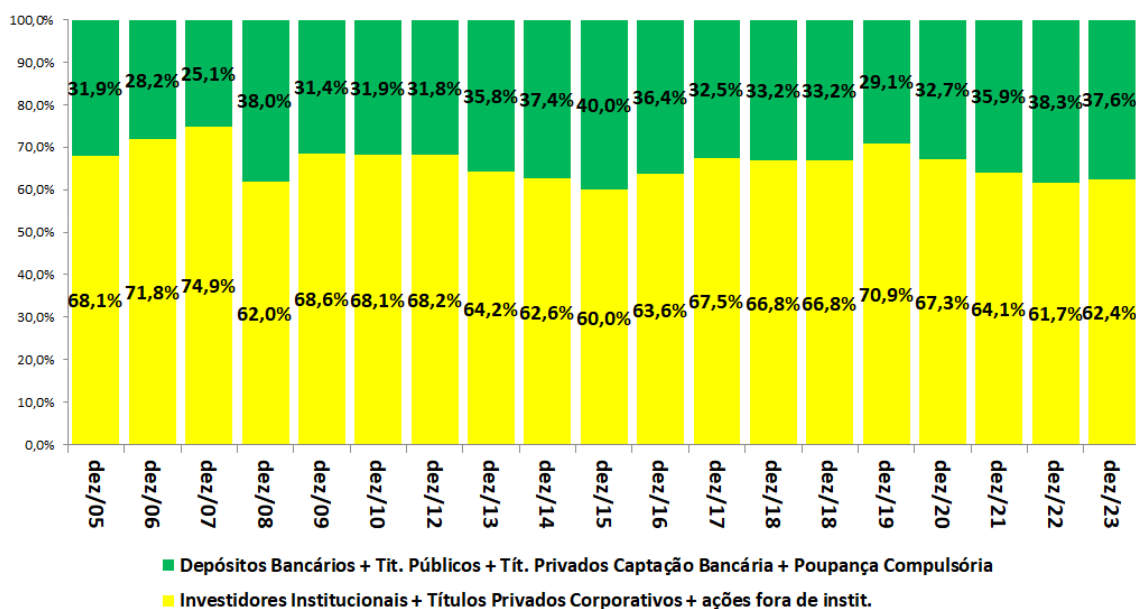
Aparentemente, o mercado de capitais já apresentava condições favoráveis de crescimento em períodos anteriores a 2012. Uma hipótese é que a queda de emissões a partir de 2012 até 2016 teria sido o resultado da expansão da oferta de recursos de financiamento do BNDES a taxas subsidiadas e da acentuada elevação das taxas de juros de mercado ocorrida nesse mesmo período.

Pelo menos dois fatores sustentam a hipótese de que o mercado de capitais já apresentava condições de crescimento anteriormente a 2012:

i) *Instrumentos e veículos do mercado de capitais já respondiam por mais de 60% da mobilização de poupança financeira*

Como se vê no Gráfico 7, em amarelo, a participação dos instrumentos e veículos do mercado de capitais, representados pelos saldos de ativos financeiros dos investidores institucionais¹¹ somados ao saldo de títulos de dívida e ações detidos por outros investidores não financeiros, já respondia por mais de 2/3 do saldo total de ativos financeiros em 2005 e nos anos seguintes, e tem mantido participação superior a 60% até os dias atuais. Em verde é representada a participação conjunta dos saldos depósitos bancários, títulos de captação bancária e títulos públicos, detidos por investidores não financeiros, além de saldos de fundos de poupança compulsória. (FGTS, FAT).

Gráfico 7 – Instrumentos e Veículos de Mobilização de Poupança Financeira - % do Total



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

ii) Avanços da governança corporativa e da regulação de instrumentos e veículos do mercado de capitais

A partir do Novo Mercado da BOVESPA em 2000, com a promoção de melhores padrões de governança corporativa e dos avanços regulatórios realizados pela CVM nos anos seguintes, foram criadas algumas condições básicas para o desenvolvimento do mercado de capitais.¹² Ao lado da criação de novos instrumentos e veículos de mobilização e alocação da poupança, produto também da cooperação entre entidades privadas e a CVM¹³, foram realizados importantes avanços na regulação e na autorregulação do mercado.

Entretanto, apesar desses avanços e da consolidação de infraestruturas de mercado, o mercado de capitais estagnou pelo menos até 2016, como fica evidenciado em vários trabalhos que identificam algumas das condições adversas nesse período.¹⁴ Embora a participação de veículos e instrumentos do mercado de capitais na mobilização de poupança financeira já fosse dominante até 2012, como se vê no Gráfico 7, sua participação no

financiamento das empresas era muito menor que a das outras fontes de financiamento do mercado doméstico, apesar de mostrar crescimento continuado desde o início do período analisado.

Como se observa no Gráfico 4, a participação do saldo de títulos de dívida colocados no mercado, depois de algum crescimento no período de 2005 a 2010, se manteve praticamente estável entre 2010 e 2016 em torno de 17% a 18%, acelerando daí por diante até atingir 31,7% em 2023. Nesse último ano, considerando também o saldo de valor das debêntures na carteira de instituições financeiras, a participação da dívida privada do mercado de capitais atinge 42,4%, porcentual superior aos 37,6% do saldo de dívida de crédito bancário de recursos livres.

4 Fatores Condicionantes da Evolução do Mercado de Capitais

Existem pelo menos dois fatores que podem ter influenciado nos ciclos de retração e crescimento do mercado de capitais, ligados ao volume de oferta de recursos de finan-

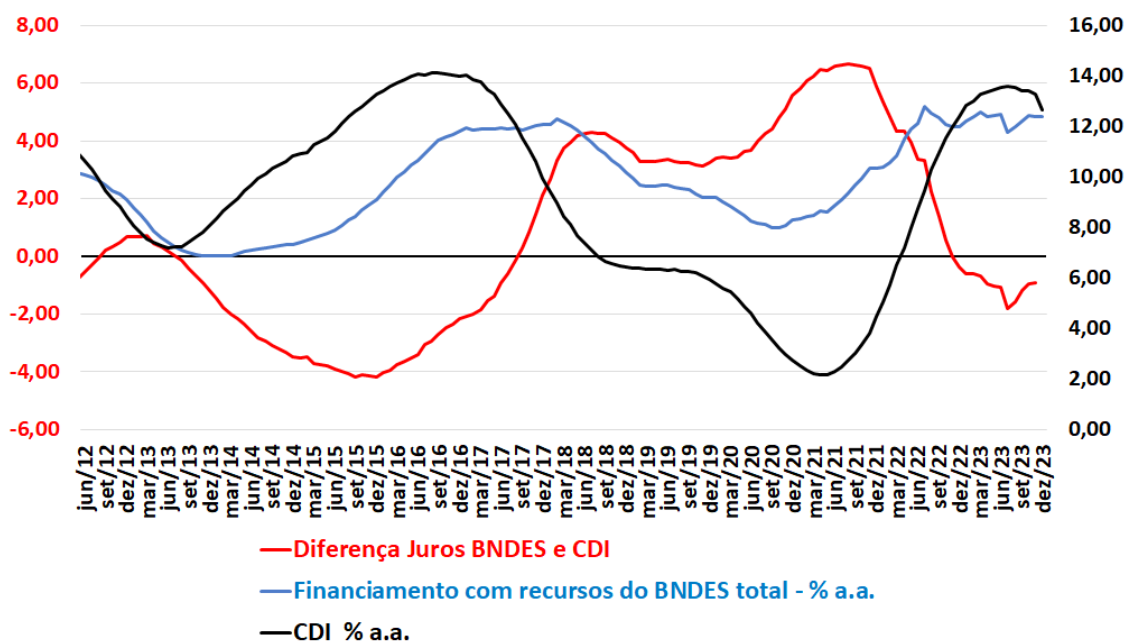
ciamento a taxas subsidiadas do BNDES e aos movimentos de elevação e queda das taxas de juros de mercado.

a) Posicionamento do BNDES

Embora estudos mais detalhados sejam necessários¹⁵, parece razoável admitir que as empresas tenham dado preferência à realização de operações de financiamento com o BNDES em relação às operações de dívida no mercado de capitais, no período em que suas taxas de juros subsidiadas eram significativamente inferiores às taxas de mercado.

Embora não sejam disponíveis dados do Bacen para as taxas médias de financiamento do BNDES para períodos anteriores a março de 2012, os números do Gráfico 8 mostram que as diferenças de taxas de juros eram significativas a partir dessa data. Nesse gráfico, as taxas médias de financiamento do BNDES são comparadas com as taxas do CDI, principal indexador das debêntures, que constituem o mais importante título de dívida do mercado de capitais.

Gráfico 8 – Taxa Juros BNDES e CDI – Médias Móveis de 12 Meses



Fonte: Bacen – Elaboração Cemec-Fipe.

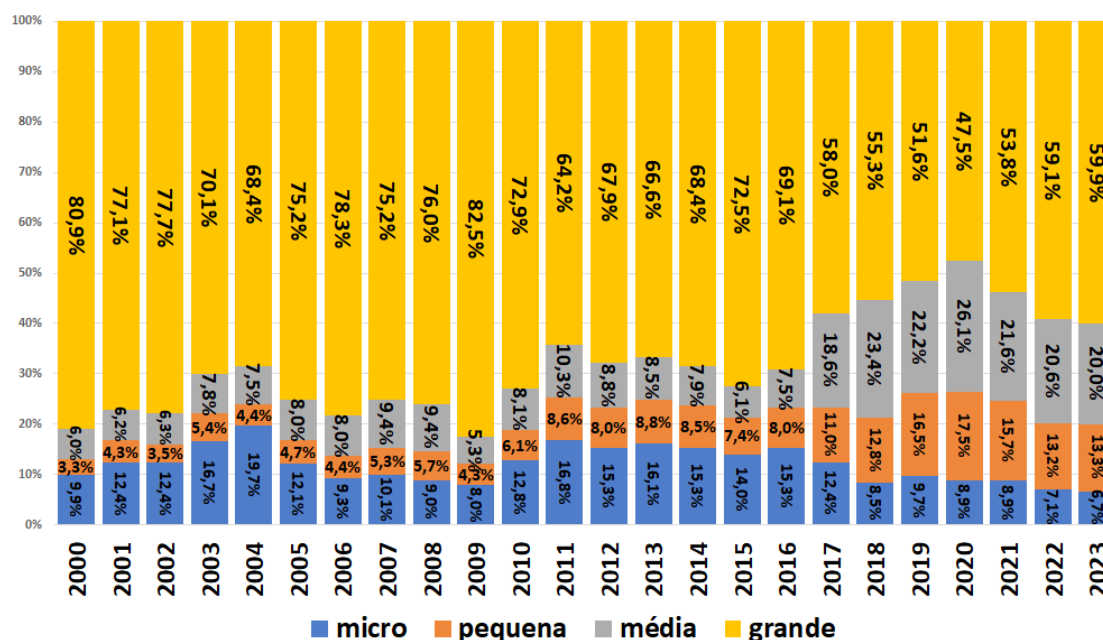
Desde 2013 e até meados de 2017, as taxas de juros do BNDES são muito inferiores às taxas de mercado (CDI), como é indicado pela linha em vermelho que representa a diferença das duas taxas em pontos percentuais, que é um modo de quantificar o benefício oferecido aos tomadores de recursos do banco oficial em relação ao custo financeiro que teriam de enfrentar no caso de emissão de debêntures. No período posterior a 2017, as taxas de financiamento do BNDES são mantidas em níveis superiores

às taxas do CDI, até fins de 2022, retomando diferenças negativas ao longo de 2023.

Uma evidência a favor desse argumento é a constatação de que, historicamente, desde o ano 2000 e pelo menos até 2016, a maior parcela dos desembolsos do BNDES beneficiou empresas grandes, que tipicamente têm as condições de escala, transparência e governança para se financiar no mercado de capitais. Como se observa no Gráfico 9, no período de 2010 a

2016, a participação média das empresas grandes no desembolso de recursos do BNDES é de 73%. Daí por diante e até 2020 aumenta a parcela destinada a micros, pequenas e médias empresas, ano em que pela primeira vez no período considerado as empresas de menor porte respondem por mais de 50% dos desembolsos, ciclo esse que reverte daí por diante fazendo com que essas empresas respondam por apenas 40,1% dos desembolsos em 2023.

Gráfico 9 – Desembolsos BNDES por Porte (Volume)



Fonte: BNDES – Elaboração Cemec-Fipe.

b) Taxas de juros

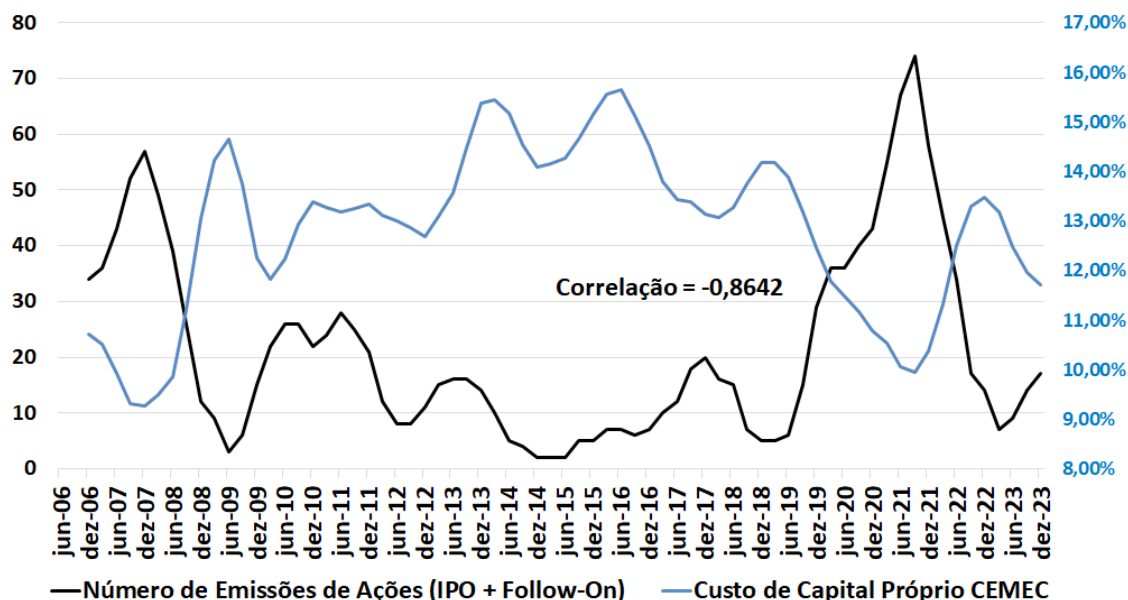
Além da atuação do BNDES e de outros fatores que podem ter influenciado as emissões de ações e títulos de dívida do mercado de capitais, existem indicações de que a evolução das taxas de juros e do custo de capital próprio também pode ser outro fator explicativo para os ciclos de retração e expansão dessas emissões, no período de 2006 a 2023.

Existem indicações de que as emissões de ações apresentam elevada

correlação negativa com o custo de capital próprio, que, por sua vez, segue de perto as flutuações da taxa de juros de mercado. Como se vê no Gráfico 10, o índice de correlação entre novas emissões de ações e o custo de capital próprio no período de 2006 a 2023 é negativo, elevado e significativo, atingindo (-) 0,8642. Depois do forte crescimento do número de emissões primárias de ações em 2007, favorecido pela queda do custo de capital próprio, segue-se um período de flutuações e tendência de queda dessas emissões até 2016,

coincidindo com um movimento de elevação dos custos de capital. A partir de 2016, com a queda do custo de capital próprio até atingir percentuais inferiores a 10% a.a. em 2021, o número de emissões atinge nesse ano seu valor máximo de todo o período, revertido em seguida com forte queda, em resposta ao pronunciado aumento das taxas de juros e do custo de capital próprio. A pequena elevação do número de emissões primárias de ações ao longo de 2023 acompanha a redução dos custos de capital próprio.

Gráfico 10 – Número de IPOs e Follow-On e Custo de Capital Próprio CEMEC – Cias Não Financeiras – Média Móvel Anual



Fonte: B3 - Cemec-Fipe – Elaboração Cemec-Fipe.

É obtido resultado semelhante, mas de menor intensidade, quando se examina a correlação entre o volume de emissões de debêntures não leasing, o principal título de dívida corporativa, com a taxa de juros. Como se observa no Gráfico 11, verifica-se que o coeficiente de correlação é negativo e significativo, de (-) 0,529. Podem-se destacar pelo menos três períodos:

a) Desde 2005 e até 2012, o aumento do volume de emissão de debên-

tures acompanha a tendência de queda da taxa de juros;

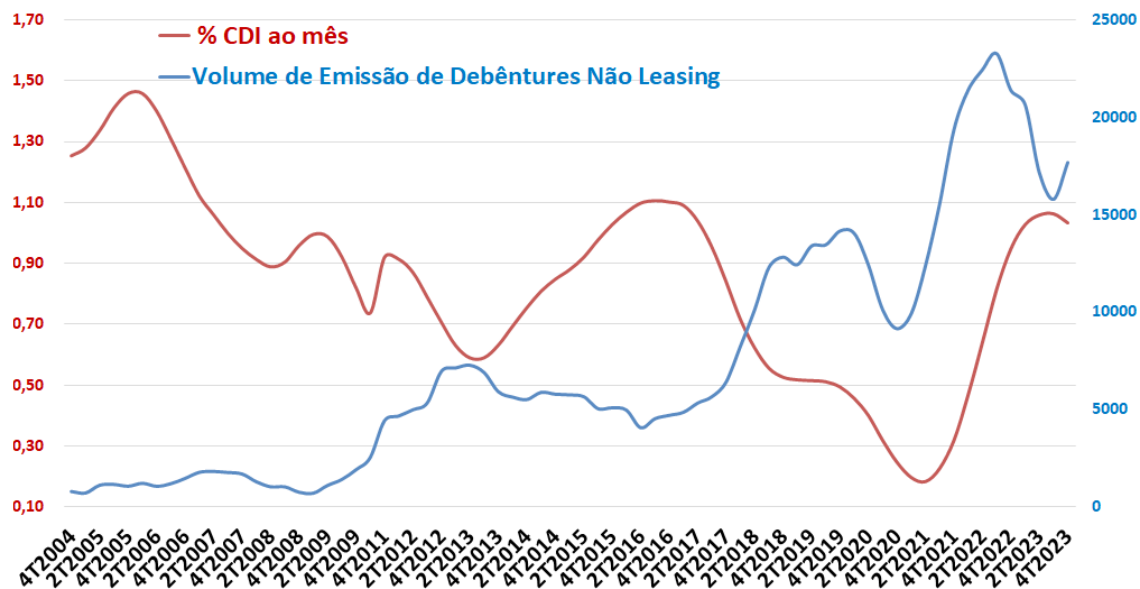
b) A partir de 2012 e até 2016, período que coincide também com a expansão de créditos subsidiados do BNDES, existem indicações de que o aumento da taxa de juros também teria gerado a queda do volume de emissão de debêntures;

c) No período de 2017 até fins de 2019, a forte queda da taxa de

juros é acompanhada do aumento do volume de emissões;

d) Aparentemente, essas regularidades teriam sido comprometidas pelos impactos da pandemia e pela forte flutuação das taxas de juros a partir de 2020 e até meados de 2022, com correlação positiva entre as duas séries; daí por diante, observa-se um retorno ao padrão histórico de correlação negativa entre taxas de juros e volume de emissões.

Gráfico 11 – Taxa de Juros (CDI) e Volume de Emissão de Debêntures Não Leasing – Médias Móveis Trimestrais – Correlação -0,529



Fonte: Bacen, Anbima - Elaboração Cemec-Fipe.

Reunindo as observações feitas anteriormente, existem indicações de que o desenvolvimento do mercado de capitais, que já apresentaria condições de crescimento antes de 2012, teria sido influenciado por mudanças de atuação do BNDES e pelas variações da taxa de juros. No período de 2012 a 2016, fatores negativos para o desenvolvimento do mercado de capitais teriam combinado grande oferta de recursos subsidiados do BNDES dirigidos principalmente para empresas grandes com condições de acesso a esse mercado, ao mesmo tempo que ocorre aumento da taxa de juros de mercado, aumentando dessa forma o diferencial de condições favoráveis às operações do BNDES. No período posterior a 2016, redução da oferta de recursos subsidiados do

BNDES combinada com a queda da taxa de juros são fatores favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais.

4 Conclusões

As principais conclusões desta Nota podem ser resumidas da seguinte forma:

Nos últimos dez anos, a composição das fontes de financiamento das empresas brasileiras no mercado doméstico tem apresentado fortes mudanças, caracterizadas principalmente pelo aumento de participação dos recursos captados com a emissão de títulos de dívida do mercado de capitais. A participação do saldo desses recursos

no exigível financeiro consolidado de todas as empresas, que era de 21,5% em 2012, praticamente dobrou para 42,4% em dezembro de 2023. Ao mesmo tempo, a participação do saldo de recursos de crédito bancário de recursos livres tem queda de 42,8% para 37,0%, e os recursos tomados no BNDES têm redução de 28,2% para 10,2%¹⁶, não obstante a alavancagem agregada tenha se mantido relativamente estável, medida pela relação entre saldo total do exigível financeiro das empresas e o PIB.

Desde 2005, os instrumentos e veículos do mercado de capitais respondem por mais de 60% da mobilização dos recursos de poupança financeira, mas a participação de

títulos de dívida do mercado de capitais no financiamento das empresas somente tem crescimento significativo após 2016;

A análise da evolução dos desembolsos do BNDES e das emissões de ações e de dívida do mercado de capitais desde 2005 até 2023, principais fontes de recursos domésticos de médio e longo prazos da economia brasileira, mostra que no período até 2015 predominam os recursos fornecidos pelo BNDES, seguido de acelerado crescimento dos recursos do mercado de capitais a partir de 2016. Em 2021 e 2022, as emissões de ações e de dívida no mercado de capitais respondem por cerca de 2/3 da captação líquida de recursos das empresas, participação essa que se reduz para 55% em 2023, do que resulta média superior a 60% nos últimos três anos;

Existem razões para acreditar que o mercado de capitais já dispunha de condições potenciais de crescimento muito antes de 2012, com participação de mais de 60% na mobilização de poupança financeira da economia brasileira e avanços significativos dos padrões de governança, transparência e infraestrutura de mercado;

A análise da evolução das emissões do mercado de capitais no período de 2006 a 2023 fornece indicações de que seu desenvolvimento teria sido inibido até 2016 por dois fa-

tores: (1) a competição do forte aumento da oferta de recursos de financiamento com taxas subsidiadas do BNDES, com foco em empresas grandes, estas com condições de acesso ao mercado de capitais; (2) a elevação das taxas de juros de mercado a partir de 2012 e até 2016. O acelerado crescimento do mercado de capitais a partir de 2016 coincide com a redução da oferta de recursos subsidiados do BNDES e a queda das taxas de juros de mercado que atingem seu nível mínimo em 2021.

Embora não seja objetivo desta Nota realizar uma avaliação mais abrangente da funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, seus benefícios e limitações, existem razões para acreditar que os padrões de transparência e governança das empresas participantes desse mercado criam condições para aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos, contribuindo assim para elevar a eficiência funcional do sistema financeiro brasileiro.^{17, 18}

Referências

ACCENTURE. **Impactos socioeconômicos do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil**. Relatório final, jun. 2018.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; PESSOA, Samuel de Abreu; RIBEIRO, Eduardo Pontual; ROITMAN, Fabio Brener. **O que aprendemos sobre o BNDES**. BNDES, jul. 2020. (Texto para Discussão 149)

CARRASCO, V.; FREITAS, G. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, M. (Org.). **Para não esquecer: políticas públicas que empobrecem o Brasil**. Rio de Janeiro: Autografia, 2022.

CARVAJAL, Ana Fiorella; BEBCZUK, Ricardo. **A literature review. Capital markets development - causes, effects, and sequencing**. World Bank, dec. 2019.

MENDES, M. O BNDES de novo. **Folha de São Paulo**, 07 abr. 2023.

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Fragilidades e desafios do mercado de capitais brasileiro. Cap. 10. In: GIAMBIAGI, Fabio; ALMEIDA Jr., Mansueto Facundo de (Orgs.). **Retomada do crescimento – diagnóstico e propostas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

PEREIRA JUNIOR, Marcio Guedes. Evolução histórica do mercado de capitais no Brasil e evolução recente dos principais instrumentos de renda fixa privada – Cap. 6. In: SARDENBERG, Amarílis Prado (Org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

POPOV, Alexander. **Evidence on finance and economic growth**. European Central Bank, Working Paper Series n. 2115, dec. 2017.

ROCCA, Carlos A.; SANTOS Jr., Lauro Modesto. **Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais: Diagnóstico e Propostas**. Estudos Ibmecc 7; Ed. Publit, 2013.

TOBIN, James. On the efficiency of the financial system. Fred Hirsh Memorial Lecture, New York, **Lloyds Bank Review**, July, 1984.

VELLOSO, João Paulo dos Reis; MIFANO, Gilberto. **O novo plano diretor do mercado de capitais – enfrentando com maturidade os desafios da crise**. In: ROCCA, Carlos A. (Org.). Estudos IBMECC 6, Ed. Elsevier Campus, 2009.

- 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 fevereiro de 2024.
- 2 Como se verá mais adiante, o aumento da participação do saldo de recursos de dívida tomados com emissão de títulos de dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4% pode ser decomposto em duas parcelas: uma parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras, que se eleva de 3,7% para 9,7% nesse mesmo período.
- 3 A captação líquida de recursos de dívida é calculada pelas diferenças de saldos entre duas datas; é um indicador que reflete principalmente a diferença de fluxos entre novas emissões de títulos de dívida ou concessões de crédito e o valor dos respectivos resgates entre duas datas.
- 4 Ver, por exemplo, Carvajal e Bebczuk (2019). This note consolidates and summarizes the theoretical and empirical research produced in the past 20 years on the causes, effects, and sequencing of capital markets development.
- 5 Tobin (1984).
- 6 Ver, por exemplo, Popov (2017).
- 7 A captação líquida de recursos de dívida é um indicador da entrada de caixa nas empresas, proveniente dessas operações, calculada pelas diferenças de saldos de operações de dívida entre duas datas. Entretanto, além do resultado líquido entre o valor de novas operações líquido de resgates, essas diferenças incluem o valor dos juros apropriados no período e as deduções de apropriações de perdas, fazendo com que os resultados devam ser considerados apenas indicadores desses movimentos de recursos. É importante lembrar que as empresas de capital fechado têm importante participação no mercado de dívida, mas emissões primárias de ações se referem apenas às emissões das empresas de capital aberto, face à ausência de dados de emissões de ações ou quotas de capital das empresas e capital fechado. Estima-se que as empresas abertas representem cerca de 22% do valor adicionado total.
- 8 Ver Carrasco e Freitas (2022) e Mendes (2023).
- 9 Trabalho da Accenture faz algumas estimativas desses benefícios para a economia brasileira. Ver Accenture (2018).
- 10 Em 2010, não está incluída a emissão de ações de cerca de R\$ 120 bilhões da Petrobras, evento único, que não reflete a tendência de evolução do mercado de capitais para o conjunto das empresas abertas brasileiras.
- 11 Soma dos saldos de ativos dos investidores institucionais, sem dupla contagem: fundos de investimento (líquido de aplicações de outros investidores institucionais), fundos de pensão, planos de previdência aberta, companhias de seguros e planos de capitalização.
- 12 Ver, por exemplo, Pereira Junior (2015).
- 13 Velloso e Mifano (2009) fazem um balanço do Plano Diretor do Mercado de Capitais, aprovado em 2002, com apoio de 19 entidades do setor privado e coordenação do Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC) do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).
- 14 Ver, por exemplo, Rocca e Santos Jr. (2013) e Oliveira Filho (2017, cap. 10).
- 15 Barboza, Pessoa, Ribeiro e Roitman (2020) fazem uma excelente resenha sobre os resultados da atuação do BNDES, mas reconhecem que a hipótese de que o BNDES teria inibido o desenvolvimento do mercado de capitais não foi explorada na literatura.
- 16 O aumento da participação do saldo da dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4%, pode ser decomposto numa parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras, que se eleva de 3,7% para 9,7% nesse mesmo período.
- 17 Tobin (1984).
- 18 Ver, por exemplo, Carvajal e Bebczuk (2019). This note consolidates and summarizes the theoretical and empirical research produced in the past 20 years on the causes, effects, and sequencing of capital markets development.

(*) Equipe Técnica: Coordenador: Carlos Antonio Rocca; Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.; Analistas: Fernando M. Fumagalli, Guilherme Casaca Valdivia e Marly Paes. Dúvidas e Comentários: cemec@fipe.org.br.

pesquisa na fea – Economia



Resistência à proletarização no setor de subsistência: relações raciais e de gênero, classes de trabalho e reprodução social

AMANDA MARTINHO RESENDE

Dissertação de Mestrado

Orientador(es): Fernando Monteiro Rugitsky

Banca: Fernando Monteiro Rugitsky (Presidente)

Luiza Nassif Pires

Sergio Schneider

Sara Stevano

Link: <https://doi.org/10.11606/D.12.2023.tde-04122023-201127>

Resumo

Em um mundo onde o processo de proletarização historicamente reproduz uma população excedente, ou, nos termos de Marx (1867), uma superpopulação relativa, às margens do modo capitalista de produção, perguntas surgem a respeito das condições de reprodução social da classe trabalhadora (Vogel, 1983; Gimenez, 2019). Em particular, a questão agrária do trabalho ou suas multifacetadas questões (Bernstein, 2006; 2010) enunciam a mercantilização da vida acompanhada da diferenciação social entre mais ou menos expropriadas classes de

trabalho. Essa fragmentação é também informada pelo outro lado da mercantilização: a contínua importância de relações não monetizadas de produção, como relações de parentesco e de gênero, assim como laços de solidariedade em comunidades tradicionais. Em outras palavras, o ônus da reprodução social, em termos de trabalho reprodutivo não monetizado, portanto gratuito, para o capital, recai sobre corpos sexualizados e racializados. Nesse contexto, no primeiro ensaio desta dissertação, eu proponho uma crítica à economia política do desenvolvimento e seu entendimento do processo de proletarianização no Sul global (e de modo mais geral, no Norte global), epitomizada na clássica formulação de Lewis (1954), uma economia dual, com sua divisão entre um setor de subsistência e um setor capitalista. Ao fazê-lo, busco aprofundar a compreensão a respeito da mercadoria especial de Marx, a única que jamais é plenamente reproduzida em um processo capitalista de produção: a força de trabalho (Bhattacharya, 2017). No segundo ensaio, eu investigo a experiência histórica de proletarianização da população rural brasileira. Utilizando o Censo Agropecuário e a PNAD Contínua, apresento evidências empíricas para argumentar que a pluriatividade (Schneider, 2003), ou a diversificação das fontes de renda domiciliar enquanto uma estratégia de resistência da agricultura familiar e camponesa, está articulada a classes de trabalho que, por sua vez, são inseparáveis de relações raciais e de gênero.

economia & história



Antonio Candido e o Conselheiro Tolentino em Nova Edição

RÔMULO MANZATTO (*)

Em 1855, Antonio Nicolau Tolentino aposentou-se do serviço público e recebeu o título de Conselheiro. A deferência, de caráter não mais do que simbólico, procurava reconhecer os serviços prestados pelos que se aposentavam em cargos de alto escalão na burocracia pública do Império.

Para Tolentino, o título de Conselheiro encerrava com sucesso suas quase três décadas de carreira a serviço do Estado monárquico brasileiro.

Tolentino havia ingressado no serviço público ainda no Primeiro Reinado, em 1826, na localidade que viria a se tornar a cidade de Niterói, no Rio de Janeiro. Nos anos seguintes, subiu degraus funcionais e galgou posições estratégicas

no emaranhado administrativo que tentava disciplinar a trajetória funcional do corpo de funcionários da monarquia.

As vitórias e os percalços de Antonio Nicolau Tolentino foram narrados pelo sociólogo e crítico literário Antonio Candido após um longo e intermitente trabalho de pesquisa em arquivos históricos que durou quase uma década, entre 1975 e 1985.

Os altos e baixos da vida pública do Conselheiro foram publicados originalmente em 1985 em *Um Funcionário da Monarquia – Ensaio sobre o segundo escalão*, que agora ganha uma nova edição¹, ampliando o acesso a um interessante, mas nem sempre comentado, trabalho de Candido.

Resta, é claro, perguntar: no que pode interessar a trajetória de um funcionário do segundo escalão da monarquia brasileira aos leitores de hoje?

O interesse de Candido nesse improvável personagem histórico parte de uma relação de parentesco. Tolentino era avô da mãe de Candido. Um membro da família de origem modesta, que ascendeu a alguns dos mais importantes cargos públicos de sua época e teve a história contada de geração em geração.

Ao esboçar o perfil do Conselheiro, Candido notou que o caso de Tolentino poderia constituir uma espécie de paradigma. Afinal, a bem-sucedida carreira de Tolentino no serviço público ilustrava uma das

vias de formação da classe média no Brasil do século XIX. Em uma sociedade rígida, Candido acredita que as elites monárquicas foram capazes de selecionar e cooptar, por diversas vias, os elementos mais capazes de colaborar com o regime político vigente.

De maneira até surpreendente, Candido crê que essas possibilidades de assimilação e formação de quadros além da estrutura oligárquica dominante concederam ao regime monárquico brasileiro certa flexibilidade social nos laços que mediavam as relações entre as elites monárquicas e os homens livres “sem nascimento”.

Ao incorporar, mesmo que de maneira limitada, membros de outros estratos sociais, o regime monárquico brasileiro, e suas classes dominantes, acabavam por “se renovar sem largar as rédeas nem mudar de mentalidade além do inevitável”. (CANDIDO, 2023, p. 110).

Há, ainda, uma orientação mais ampla que encorajou o autor a se debruçar sobre a história de Tolentino durante quase uma década. Candido acredita que foi a sua formação de base sociológica que o levou a se interessar não somente pela perspectiva e pela atuação das classes dominantes, mas também pelos personagens históricos humildes e anônimos, que não frequentam as principais páginas dos manuais de história, e constituem, quando muito, parte de uma nota

de rodapé ou um dado geral de estatísticas populacionais.²

Não é demais adicionar, como nota Lilia Schwarcz, que o trabalho de Antonio Candido sobre Tolentino constitui uma espécie de paradigma também da produção intelectual do próprio autor.

Assim, “no caso deste livro, voltamos ao pensamento de Antonio Candido a partir de várias pistas: o favor, a intimidade como moeda, o radical. Aqui a história serve como suporte para pensar em interpretações de mais alto alcance e não se limita a repisar um caso isolado”. (SCHWARCZ, 2009, p. 95)

A partir daí, a prosa leve de Antonio Candido nos mostra como Tolentino se movimentava e interagia com seu contexto. Uma década depois de ingressar no serviço público, Tolentino já ocupava um posto de alguma importância, respondendo como Segundo Escrivão da Contadoria do Tesouro Nacional.

Nos anos seguintes, ocupou cargos de maior relevância até atingir o posto de Contador-Chefe na Segunda Contadoria da Diretoria Geral de Contabilidade, segundo cargo mais alto daquela carreira funcional, conta Candido.

Já em 1851, o funcionário da Monarquia ampliou seus horizontes profissionais ao ser nomeado para representar a Monarquia brasileira em missão internacional, no cargo

de Comissário Imperial na Junta de Crédito Público. Assim, Tolentino tomou parte na delicada operação internacional que procurou equacionar as antigas dívidas da República do Uruguai com o Império brasileiro.

O período em Montevideu ampliou também o leque de amizades de Tolentino que se tornou próximo de figuras que ocuparam lugares de destaque na vida política do país nos anos seguintes, como os futuros Visconde do Rio Branco e Duque de Caxias. Não por acaso, Candido acreditava que o período passado no Uruguai permitira que Tolentino fosse além das limitações de uma vida funcional estritamente burocrática, o que o levou a atuar diretamente no jogo político da época.

Alguns anos depois, em 1856, o Conselheiro se tornou o primeiro funcionário de carreira a ocupar o posto de presidente da importante Província do Rio de Janeiro, um cargo eminentemente político. Nessa posição, Tolentino tentou levar adiante uma inovadora e ambiciosa reforma administrativa que o colocou em rota de colisão com os interesses da classe política – embate do qual o Conselheiro saiu derrotado.

Após alguns anos de ostracismo, o funcionário da Monarquia voltou aos postos de prestígio, tornando-se membro do Conselho Fiscal da recém-criada Caixa Econômica,

instituição que veio a se tornar a Caixa Econômica Federal. Em seguida, tornou-se Inspetor da Alfândega, período em que de novo foi tragado para novas disputas fora da arena burocrática em que o Conselheiro se movimentava com destreza. Nessa ocasião, novamente, a falta de tato do burocrata com os conflitos causados pelos interesses das classes dominantes o levou a outra derrota, que iniciou um amargo período de 10 anos de ostracismo.

O retorno à vida pública ocorreu somente em 1871, novamente no Conselho Fiscal da Caixa Econômica, instituição da qual, em seguida, se tornou presidente. Iniciou-se então um longo período de 13 anos no comando do Banco estatal, o que o tornou uma das figuras fundamentais na definição dos princípios e do papel econômico e social que o banco veio a desempenhar.

Em todos esses episódios, Antonio Candido sintetiza as mudanças de um período histórico a partir de sua reverberação na vida pública e profissional de um burocrata do Império em busca de ascensão.

Aqui talvez seja possível identificar mais uma pista, um dado da abordagem de Antonio Candido, que transparece no estudo sobre Tolentino. Trata-se da orientação voltada a procurar compreender como os movimentos históricos são internalizados pelo objeto examinado.

O que Candido parece propor também nesse trabalho consiste em uma reconstituição histórica que investiga como a interação entre o objeto do estudo interage com um contexto específico, no que pode criar também uma forma particular de compreensão do passado a partir da formação das próprias características estruturais desse objeto.

Feita dessa forma, a reconstituição da trajetória de um burocrata do século XIX pode estabelecer um caminho único para entender o passado, iluminando a compreensão de toda uma época.

Referências

- CANDIDO, A. **Um funcionário da monarquia - ensaio sobre o segundo escalão**. 2ª. ed. São Paulo: Ouro sobre Azul, 2007. 196 p.
- _____. **Um funcionário da monarquia: ensaio sobre o segundo escalão**. 1ª. ed. São Paulo: Todavia, 2023.
- _____. Entrevista do autor. In: CANDIDO, A. **Um funcionário da monarquia: ensaio sobre o segundo escalão**. 1ª. ed. São Paulo: Todavia, 2023.
- MANZATTO, R. Conselheiro Tolentino, um funcionário da Monarquia. **Informações Fipe**, São Paulo, n. 484, p.41-43, jan. 2021a.
- _____. Conselheiro Tolentino, um funcionário da Monarquia (II). **Informações Fipe**, São Paulo, n. 485, p.45-47, fev. 2021b.
- _____. Conselheiro Tolentino, um funcionário da Monarquia (III). **Informações Fipe**, São Paulo, n. 486, p.54-57, mar. 2021c.
- SCHWARCZ, L. M. Introdução ou sobre segundos escalões. **Literatura e Sociedade**, São Paulo, v. 14, n. 11, p. 82-95, 2009.

-
- 1 Candido (2007; 2023). Abordei a trajetória de Tolentino em artigos anteriores de **Informações Fipe**: Manzatto (2021a; 2021b; 2021c)
 - 2 Esses e outros elementos que contextualizam a obra constam de interessante entrevista concedida sobre a obra por Antonio Candido em 2002, agora reproduzida na nova edição (CANDIDO, 2023).

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

Desestatização e o Estado Regulador: Uma Faceta do Governo FHC

IVAN COLANGELO SALOMÃO (*)

A historiografia tradicionalmente reserva a alcunha desenvolvimentista – tanto em sua fase nacionalista quanto na associada ao capital estrangeiro – à política econômica adotada após a década de 1930, em especial, aos governos Vargas e JK. Ideologia subjacente às profundas transformações por que passou a economia brasileira em suas cinco décadas de hegemonia, o desenvolvimentismo delegava ao Estado a tarefa precípua de liderar o fenômeno do desenvolvimento, calcado, naquele momento, na acumulação de capital no setor industrial.

Tal estratégia baseava-se em pelo menos duas premissas. Em primeiro lugar, sob influência positivista, o grupo político que ascendeu ao poder em 1930 entendia a história como um “processo em construção, de responsabilidade da ação dos homens e, mais especificamente, dos **governos**, os quais devem nortear sua *práxis* em políticas efetivas visando a um futuro desejável.” (FONSECA, 2008, p. 13, grifo nosso). Além disso, sabia-se que a incipiente burguesia brasileira ainda não apresentava condições financeiras, materiais, sociais e institucionais para encabeçar o

processo de industrialização (CARDOSO, 1964).

Sob o entendimento de que o futuro almejado pela sociedade não adviria espontaneamente, o desenvolvimentismo suplantou a discussão acerca da necessidade da intervenção estatal; debatia-se, a partir de então, com que extensão e em quais condições esta se faria mais conveniente. Edificava-se, assim, a instituição classificada por Bosi (2001, p. 274) como Estado-Providência: “Um vasto e organizado aparelho público que ao mesmo tempo estimula a produção e corrige as desigualdades do mercado.”

Ainda que concentrada na produção de bens de baixa complexidade tecnológica, como alimentos e vestuário, a indústria brasileira das primeiras décadas do século XX já abarcava determinados setores de insumos e bens de produção (MARSON, 2015), diferentemente do alegado por Mello ([1975] 1982). Para fomentar a instalação de uma planta industrial robusta e diversificada, como a brasileira ao final dos anos 1970, o Estado utilizou os mais diferentes instrumentos de política econômica: proteção

comercial, crédito subsidiado, controle cambial, favorecimento à produção nacional, estímulos fiscais, entre outros.

Mais sintomático até do que o próprio intervencionismo, a industrialização só se fez possível por meio da atuação direta do Estado no processo produtivo, especialmente a indústria pesada. Foram as empresas estatais as responsáveis pela viabilidade de uma série de setores sem os quais a indústria privada de bens de consumo duráveis, por exemplo, não teria se estabelecido. Da geração de energia elétrica à consolidação de toda infraestrutura logística, as estatais tiveram papel central na produção mineral, siderúrgica, química pesada, petróleo e derivados, entre outros. De modo que, inobstante os problemas inerentes a essa estratégia, não se pode analisar a industrialização brasileira sem considerar o papel central desempenhado pelas empresas estatais no desenvolvimento econômico do país entre 1930 e 1980.

A eclosão da crise da dívida externa que atingiu a América Latina foi apenas um presságio das trans-

formações de vulto pelas quais passaria o continente a partir dos anos 1980. O colapso do sistema de Bretton Woods não representou só a desconstrução do arcabouço monetário erigido ao fim da Segunda Guerra, mas também ensejou a ascensão de novas ideias, teorias e práticas econômicas. O neoliberalismo, novo paradigma hegemônico que varreu o mundo ocidental, especialmente a América Latina, pode ser esquematicamente descrito como um modelo liberalizante de desenvolvimento que tinha no chamado Estado-mínimo o seu mote mais conhecido.

Visando a redução das atividades estatais em benefício da atuação da iniciativa privada, o Consenso de Washington – reunião que, justamente ou não, foi para sempre estigmatizada como sendo o oráculo dessa ideologia – propunha que, para superar a crise estrutural por que passavam as economias latino-americanas nos anos 1980, a região adotasse uma série de medidas pró-mercado, tais como: abertura da conta de capitais, desregulamentação financeira, liberalização comercial, privatizações e outras ações que limitassem a ação estatal.

Partindo-se da premissa de que, do ponto de vista fiscal, os Estados nacionais não poderiam manter a atuação econômica de outrora, mas que, desacompanhados, os merca-

dos tampouco alocariam os recursos disponíveis de modo a atender as necessidades sociais, buscava-se redefinir a atividade estatal. Para tanto, o governo patrocinou, a partir de 1990, um programa de reformas estruturais, que tinha na desestatização da economia brasileira um dos seus motes principais (BRESSER-PEREIRA, 1998).

De acordo com o Programa Nacional de Desestatização (PND), lançado ainda em 1990, os objetivos do plano eram “reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; contribuir para a redução da dívida pública (...); permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; contribuir para a modernização do parque industrial do país (...); permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; e contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais”. (GIAMBIAGI, 2011, p. 185). Assim, foram privatizadas, durante o governo Collor (1990-1992), 18 empresas dos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica, num total de US\$ 4 bilhões. Já na gestão Itamar Franco (1993-1994), o foco se manteve no

setor siderúrgico, com a venda de 15 estatais que renderam US\$ 4,5 bilhões.

Mas foi no primeiro governo FHC (1995-1998) que as privatizações alçaram novo patamar, a começar pela ampliação dos setores desestatizados no período. Assim como no caso de grandes empresas dos setores da siderurgia (CSN), mineração (Vale) e de aviação (Embraer), a prestação de serviços outrora monopolizados pelo Estado também foi delegada à iniciativa privada.

Mas além do número de companhias vendidas ou pelo montante arrecadado (aproximadamente US\$ 100 bilhões, entre recursos arrecadados e dívidas transferidas), o novo arcabouço institucional foi criado para administrar essa nova realidade. Isso porque, uma vez rompidos os monopólios estatais, caberia ao ente público normatizar e fiscalizar os setores que, a partir de então, passariam a operar sob concorrência. O instrumento criado para tanto foram as agências reguladoras. Trata-se de instituições paraestatais que gozam de autonomia administrativa e que têm por objetivo precípuo regular a exploração das atividades econômicas das empresas, agora privadas, atuando sobre a qualidade e o preço dos bens e serviços ofertados, bem como estabelecendo barreiras de entrada e impondo punições para

o descumprimento de normas previstas nos respectivos marcos regulatórios.

De forma geral, o processo de desestatização da economia brasileira levado a cabo nos anos 1990 colheu frutos positivos. Em primeiro lugar, por meio do aumento da produtividade e da eficiência setorial e sistêmica. A concorrência de mercado não só forçou a redução de custos e preços como também permitiu a oferta de bens e serviços ao consumidor final de mais alta qualidade. Diretamente relacionado, o aumento dos investimentos também contribuiu para o crescimento do PIB, no curto prazo, e do produto potencial, no médio. Ademais, os valores ameaçados com as privatizações concorreram para conter o aumento da dívida pública, que se expandiu sobremaneira naquele período por uma série de outros motivos conjugados. Por fim, o fluxo de capital estrangeiro atenuou os déficits em conta corrente do balanço de pagamentos, dado que parte expressiva das estatais brasileiras foi adquirida por empresas multinacionais.

Por outro lado, os recursos angariados não tiveram a destinação inicialmente alardeada por autoridades da época. Alocados no abatimento da dívida pública, os bilhões arrecadados com as privatizações

não foram utilizados para sanar as carências históricas em áreas sociais, como saúde e educação. Mais grave ainda foi a construção de um marco regulatório falho, que não previa de forma adequada os investimentos necessários para abarcar a demanda crescente. O caso do setor elétrico foi apenas o mais conhecido deles.

Ainda assim, somente os ganhos de produtividade decorrentes da reestruturação da economia brasileira pós-privatizações já compensariam a queima de capital político com que os governos tiveram que arcar. Eis uma das facetas de um estadista digno do epíteto: adotar medidas impopulares cujos benefícios só serão colhidos na gestão de outro governante. FHC prometeu acabar com a era Vargas, outro estadista cujas digitais se encontram indelevelmente presentes na história do desenvolvimento brasileiro. A impossibilidade política e institucional de se cumprir tal promessa, porém, não diminui a envergadura das transformações perenes legadas pelos dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso ao país.

Referências

BOSI, Alfredo. **Dialética da colonização**. São Paulo: Companhia das Letras, 2001.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A reforma do estado dos anos 90: lógica e mecanismos de controle. **Lua Nova**, n. 45, 1998.

CARDOSO, Fernando Henrique. **Empresário industrial e desenvolvimento econômico no Brasil**. São Paulo: DIFEL, 1964.

FONSECA, Pedro Cezar D. **A controvérsia entre metalismo e papelismo e a gênese do desenvolvimentismo no Brasil**. XXXVI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ANPEC. Salvador, 2008.

GIAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, Fabio *et al.* (Orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Barueri: GEN Atlas, 2011.

MARSON, Michel D. A industrialização brasileira antes de 1930: uma contribuição sobre a evolução da indústria de máquinas e equipamentos no estado de São Paulo, 1900-1920. **Estudos Econômicos**, v. 45, n. 4, p.753-785, 2015.

MELLO, João Manuel C. de. **O capitalismo tardio**. São Paulo: Brasiliense, 1975-1982.

(*) *Professor do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo (FEA/USP). (E-mail: ivansalomao@gmail.com).*