

## temas de economia aplicada

### Separatismo em Alberta: o “Wexit” e Suas Raízes Políticas e Econômicas

JULIO LUCCHESI MORAES

p. 3

Julio Lucchesi Moraes discute com o professor de Ciência Política, Jared Wesley, o movimento que defende a separação de Alberta do restante do Canadá, no contexto de movimentos de separação globais e a conjuntura econômica e social canadense.

### Taxas Cambiais São Sensíveis à Energia Renovável

LUCAS ASSIS ATTÍLIO

p. 8

Lucas Assis Attílio aplica o modelo GVAR e mostra que a energia renovável impacta ativos financeiros como o mercado de câmbio e de ações.

### A Grave Situação Fiscal do Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI

p. 13

Rogério Costanzi analisa a evolução da Necessidade de Financiamento do Setor Público e da trajetória da dívida brasileira, alertando para a insustentabilidade desta no longo prazo.

### Os Impactos da Guerra no Irã na Economia Brasileira

GABRIEL BRASIL

p. 21

Gabriel Brasil destrincha os possíveis impactos da guerra no Irã para a economia brasileira, apresentando diversos cenários como: inflação acima da meta, encerramento do ciclo de afrouxamento monetário e aumento do custo de produção agrícola.

### Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-FEA-USP

p. 25

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

## pesquisa na fea – Economia

p. 29

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

O Governo Vargas II e a Crise do Início dos Anos 1950

IVAN COLANGELO SALOMÃO

p. 31

Ivan Colangelo Salomão faz uma análise profunda do último governo Vargas, que passou de uma estabilização inicial para uma virada nacionalista e crise política, culminando no suicídio do Presidente.

As Origens da CEPAL e a Interpretação Inaugural do Subdesenvolvimento Latino-Americano

MARCOS TAROCO RESENDE

p. 37

Marcos Taroco Resende versa sobre a criação da CEPAL no pós Segunda Guerra, em meio às pressões geopolíticas e influências do pensamento econômico.

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  
Antonio Carlos Coelho Campino  
Denisard C. de Oliveira Alves  
Francisco Vidal Luna  
José Carlos de Souza Santos  
José Paulo Zeetano Chahad  
Luiz Laurent Bloch

### Diretoria

**Diretor Presidente**  
Matheus Gregorini Costa  
**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

### Editores-Chefe

Fabiana F. Rocha  
**Preparação de Originais e Revisão**  
Alina Gasparello de Araujo

### Produção Editorial

Sandra Vilas Boas  
<http://www.fipe.org.br>

# temas de economia aplicada



## Separatismo em Alberta: o “Wexit” e Suas Raízes Políticas e Econômicas

JULIO LUCCHESI MORAES (\*)

O presente texto dá continuidade à série de reflexões sobre o Canadá para além de seus estereótipos liberais e do discurso oficial multiculturalista. Nesta edição, a entrevista com Jared Wesley — professor de Ciência Política na University of Alberta e pesquisador associado ao projeto Common Ground — examina o fenômeno do “Wexit”, movimento que defende a separação de Alberta do restante do país. Wesley argumenta que essas ambições separatistas não devem ser entendidas como reações episódicas ou circunstanciais. Ao contrário, elas expressam tensões estruturais do federalismo canadense, relacionadas à economia política, aos mecanismos de repre-

sentação e à formação de identidades regionais. Esse conjunto de fatores é frequentemente descrito na literatura como “alienação do Oeste”, termo que designa a percepção persistente de marginalização política e econômica do Oeste canadense em relação ao governo federal. Por fim, a análise situa o Wexit em um contexto internacional mais amplo, no qual a ascensão de movimentos populistas e a retórica expansionista de Donald Trump constituem um desafio adicional para o Canadá, influenciando debates sobre federalismo, coesão nacional e as respostas do país a pressões simultaneamente internas e externas.

**JLM: Estamos no meio de um ressurgimento dos debates sobre a alienação do Oeste, inclusive com discussões sobre independência literal. Minha primeira pergunta é bastante ampla. Muitas vezes falamos do Canadá como se todos compartilhassem uma compreensão clara do que é a identidade canadense. Como você apresentaria a identidade regional do Oeste — ou, mais especificamente, de Alberta — em relação à identidade canadense mais ampla?**

**JW:** É uma ótima pergunta. A melhor forma de pensar identidade e cultura política no Canadá é lembrar que o país é uma comunidade

pluralista, uma comunidade de comunidades. Desde a fundação do país, em 1867, várias colônias britânicas se uniram, cada uma com sua própria cultura política. À medida que o Canadá se expandiu para o Oeste, pessoas com diferentes experiências migratórias, além dos povos indígenas com suas próprias culturas políticas distintas, participaram da formação das primeiras províncias. As pessoas não trazem apenas suas malas quando migram; elas também trazem sua bagagem ideológica. Para entender a cultura política de Alberta em particular, é importante notar que o grupo formador de colonos brancos era composto majoritariamente por norte-americanos, especialmente do oeste dos Estados Unidos, no final do século XIX e início do século XX. Eles trouxeram consigo uma profunda desconfiança em relação à autoridade em geral e, em especial, a autoridades distantes, seja ela Washington, DC, os banqueiros de Nova York ou Ottawa<sup>1</sup>. Embora estejamos muitas gerações distantes desses padrões iniciais de povoamento, essas atitudes ainda ecoam hoje.

**JLM: Você diria, então, que desde o início havia alguns elementos culturais ou institucionais bastante específicos nessa região?**

**JW:** Sim, mas eu diria que se trata de uma variação, um “sabor diferente” de uma cultura política canadense mais ampla. Talvez seja uma analogia ruim, mas vamos

lá. Se a cultura política canadense como um todo fosse uma Coca-Cola, a cultura política de Alberta seria uma Cherry Coke. Ontário seria a Coca-Cola clássica, Quebec seria a Coca-Cola de baunilha. Continua sendo liberal-democracia e respeito a uma comunidade de comunidades, mas com sabores distintos.

**JLM: Quero testar algumas hipóteses básicas. A alienação do Oeste é principalmente sobre combustíveis fósseis e ressentimentos que remontam ao Programa Nacional de Energia dos anos 1970? Isso ainda é um elemento central hoje?**

**JW:** A Alienação do Oeste<sup>2</sup> em sua forma mais difundida, sim — ela é impulsionada principalmente por queixas econômicas. Essas queixas geralmente giram em torno de duas ideias. A primeira é a de que o governo federal estaria dificultando o desenvolvimento da indústria de petróleo e gás em Alberta. A segunda é a de que os albertanos enviam mais dinheiro para Ottawa do que recebem de volta em serviços e programas. Esse é o sentimento, embora não corresponda totalmente à realidade. Não temos tempo para detalhar por que essas queixas não são inteiramente legítimas — por exemplo, o fato de o governo federal ter comprado e construído um oleoduto até a costa oeste para Alberta. Mas isso diz respeito à alienação do Oeste em geral. O separatismo em Alberta

vai mais fundo. As queixas econômicas são a manifestação superficial de dinâmicas culturais muito mais profundas.

**JLM: No Brasil, as pessoas estão relativamente familiarizadas com o separatismo de Quebec, mas o separatismo em Alberta — ou mesmo ideias de anexação pelos Estados Unidos — são muito menos conhecidas. Quão sérias são essas possibilidades?**

**JW:** As pessoas estão mais conscientes do separatismo em Alberta porque o movimento tem sido bem-sucedido em parecer maior do que realmente é. O movimento separatista moderno em Alberta é um movimento populista de extrema direita, não muito diferente do Brexit no Reino Unido. Movimentos populistas prosperam ao projetar uma imagem de apoio popular massivo. De acordo com as pesquisas mais confiáveis em Alberta, inclusive as nossas, apenas cerca de 15% dos albertanos votariam “sim” em um referendo sobre independência hoje, em 10 de fevereiro de 2026. Esse número tem sido bastante estável desde pelo menos 2019. Às vezes aparecem números em torno de 30% quando incluímos pessoas que apenas tendem ao separatismo, muitas vezes por curiosidade ou como forma de dar mais poder de barganha ao governo provincial nas negociações com o resto do Canadá.

**JLM: O Brexit vem imediatamente à mente como um voto de protesto que acabou tendo enormes consequências.**

**JW:** Exatamente. Alberta tem um histórico aí. Há um ditado antigo que diz que os eleitores de Alberta não votam; eles “debandam”<sup>3</sup>. Eles permanecem com um governo por décadas e, de repente, se movem em massa para uma alternativa. Se um referendo fosse realizado amanhã, tenho bastante confiança de que o apoio ficaria bem abaixo dos 50%. Mas os albertanos já mudaram de posição de forma dramática no passado<sup>4</sup>. Também precisamos lembrar que Danielle Smith<sup>5</sup> conhece muito bem o exemplo de David Cameron<sup>6</sup>. A ideia de usar um referendo como uma “válvula de escape” para aliviar tensões foi exatamente a estratégia de Cameron — e deu errado. Um referendo real não aconteceria da noite para o dia. Haveria um longo período de preparação, em uma era de redes sociais e instabilidade geopolítica, na qual os Estados Unidos têm interesse direto em um Canadá dividido. Eu não apostaria que os números atuais das pesquisas se manteriam nessas condições.

**JLM: Você mencionou o fator Estados Unidos. Essa volatilidade adicionou uma nova camada de nacionalismo canadense? E como isso repercutiu em Alberta?**

**JW:** De duas maneiras. Primeiro, ela tira a independência de Al-

berta do plano abstrato e a torna mais concreta para muitas pessoas. Segundo, ela dividiu o próprio movimento separatista. A grande maioria dos albertanos — e até mesmo muitos separatistas — se opõe à ideia de se tornar o 51º estado norte-americano. Em manifestações, é possível ver essa divisão claramente. De um lado, pessoas agitando bandeiras americanas ou híbridas de Alberta-EUA, usando bonés MAGA. Do outro, apoiadores da independência de Alberta que rejeitam a anexação, mas frequentemente subestimam o quão difícil seria para Alberta sobreviver como país independente sem acabar absorvida pelos Estados Unidos. A retórica de Trump aumentou o interesse pelo tema, mas não o apoio ao separatismo. As buscas no Google dispararam, mas, ao contrário do Brexit, essa atenção não se converteu em maior apoio à independência.

**JLM: Aliás, fale um pouco mais sobre o grupo de pesquisa ao qual você está filiado.**

**JW:** Faço parte da *Common Ground Initiative*, na Universidade de Alberta. Somos financiados por meio de bolsas do Conselho de Pesquisa em Ciências Sociais e Humanas do Canadá. Desde 2019, estudamos a cultura política de Alberta por meio de grupos focais — com mais de 800 participantes em 16 comunidades diferentes — e pesquisas semestrais, que já contam

com mais de 10 mil respondentes únicos.

**JLM: Vamos continuar testando algumas hipóteses simples. Poderíamos dizer que o separatismo é principalmente uma divisão entre áreas urbanas e rurais?**

**JW:** Na superfície, sim — os separatistas estão mais concentrados em áreas rurais. Mas, quando controlamos por tamanho da comunidade, gênero, idade e escolaridade, os fatores demográficos não explicam muito bem o separatismo. O que realmente importa são as atitudes. Os quatro principais fatores preditivos são: consumo de mídia de extrema direita, como Rebel News ou Fox News; pensamento conspiratório; atitudes antiestablishment; e nostalgia — a crença de que os melhores dias de Alberta ou do Canadá já passaram e precisam ser restaurados. Essas atitudes são mais comuns em áreas rurais, mas não é algo “na água”.

**JLM: Alberta depende fortemente da imigração. Como isso se articula com um movimento que frequentemente ecoa retóricas anti-imigração no estilo MAGA?**

**JW:** Essa é uma grande limitação para os separatistas. Se você participar de seus eventos, verá que muitas reuniões começam com orações cristãs. Líderes já foram gravados dizendo que é bom estar em espaços onde não preci-

sam “pedir desculpas por serem brancos”. Eles pressionaram por políticas como a inclusão de marcadores de cidadania em placas de veículos ou a restrição do acesso à saúde para trabalhadores estrangeiros temporários. Essas posições entram em choque direto com a realidade de Alberta. A imigração sustenta tanto a economia da província quanto o próprio movimento conservador mais amplo. Isso faz da xenofobia um grande obstáculo para os separatistas ampliarem seu apoio.

**JLM: O mesmo poderia ser dito sobre os povos indígenas e os processos de reconciliação. Alberta continua sendo, nesse sentido, um lugar profundamente canadense.**

**JW:** Sim, mas os separatistas estão comprometidos com a ideia de “tornar Alberta grande novamente”, muitas vezes evocando um passado anterior à reconciliação ou à diversidade visível. A imigração nos anos 1950 e 1960 era majoritariamente branca e europeia. Esse contexto mudou radicalmente, e para muitas pessoas em áreas rurais essas mudanças são sentidas de forma muito direta no cotidiano.

**JLM: E quanto à relação entre o conservadorismo tradicional e a extrema direita? Existe espaço para uma aliança conservadora mais ampla, como vimos durante os anos Harper?**<sup>7</sup>

**JW:** Esse é um problema antigo. A base do Partido Conservador federal está em áreas rurais e, quando essa base domina a agenda, torna-se mais difícil vencer eleições em escala nacional. Isso já era conhecido como a “síndrome tory” desde os anos 1970<sup>8</sup>. O que é novo é uma atitude mais derrotista entre algumas lideranças conservadoras do Oeste, que afirmam que uma maioria conservadora nacional já não é mais possível. Ironicamente, quanto mais os populistas de extrema direita dominam a agenda, mais difícil fica para os conservadores federais parecerem confiáveis para o restante do país.

**JLM: Expressões não institucionais — ou mesmo violentas — desse movimento são algo que deveria nos preocupar?**<sup>9</sup>

**JW:** Eu me preocupo com isso. Mesmo que apenas 40% votassem “sim” em um referendo, o que acontece no dia seguinte, quando eles perdem? Normas democráticas básicas, como aceitar o resultado eleitoral, já não são garantidas quando as pessoas são constantemente expostas a narrativas que questionam a legitimidade das eleições. Alberta já tomou medidas — como proibir urnas eletrônicas e avançar em direção a leis mais rígidas de identificação do eleitor — que alimentam essas ansiedades. Não estou convencido de que essa raiva possa sempre ser contida.

**JLM: Alberta está indo bem economicamente e cresce rapidamente, mas ainda enfrenta problemas como a crise de moradia. Como explicar essa contradição?**

**JW:** O crescimento econômico é real. O setor de petróleo e gás nunca foi tão lucrativo. Mas as pessoas que lideram e seguem o movimento separatista não estão sentindo esse *boom*. A automação mudou quem se beneficia. O crescimento existe, mas não alcança aqueles que antes sentiam seus efeitos de forma mais direta.

1 No contexto político canadense, “Ottawa” funciona como metonímia para o governo federal, evocando não apenas a capital do país, mas também a ideia de um centro de poder distante — geográfica e simbolicamente — em relação às províncias do Oeste.

2 A “alienação do Oeste” (*Western alienation*) refere-se ao sentimento, particularmente forte em Alberta e Saskatchewan, de que o governo federal sediado em Ottawa favorece o Centro e o Leste do país em detrimento dos interesses econômicos e políticos do Oeste. O termo ganhou grande projeção nas décadas de 1970 e 1980, especialmente durante o governo de Pierre Trudeau, em razão de políticas energéticas federais vistas na região como intervencionistas e prejudiciais à indústria petrolífera local.

3 No original em inglês, Wesley utiliza o termo *stampede*, que significa uma debandada súbita e coletiva, especialmente associada a rebanhos no contexto do Oeste norte-americano. No caso de Alberta, o termo carrega ainda uma conotação cultural local,

evocando o imaginário rural e eventos tradicionais como o Calgary Stampede, reforçando simbolicamente a ideia de movimento político coletivo e abrupto.

- 4 Um exemplo marcante ocorreu em 2015, quando Rachel Notley, do Alberta New Democratic Party (NDP), venceu as eleições provinciais em Alberta após mais de quatro décadas de governos conservadores. A vitória foi amplamente descrita na imprensa como uma “onda laranja” — referência à cor tradicional do NDP — simbolizando uma mudança eleitoral abrupta e histórica na província.
- 5 Danielle Smith é a primeira-ministra de Alberta e líder do United Conservative Party (UCP). Eleita em 2022, Smith é conhecida por suas posições conservadoras e pelo ativismo em prol dos interesses do Oeste canadense. Recentemente, ela propôs a realização de um referendo consultivo sobre maior autonomia provincial, incluindo possibilidades de renegociar certos poderes com o governo federal, medida vista como resposta ao sentimento de alienação do Oeste.
- 6 Wesley faz referência aqui ao fato de que, em 2016 o então primeiro-ministro britânico David Cameron convocou um referendo sobre a permanência do Reino Unido na União Europeia (*Brexit*) para tentar resolver divisões internas em seu partido conservador. A vitória do “Leave” resultou, porém, em consequências políticas inesperadas e de longo prazo, servindo como exemplo de riscos associados ao uso de referendos consultivos.
- 7 A referência é ao período em que Stephen Harper liderou o Conservative Party of Canada (2006-2015), após a fusão entre a Canadian Alliance e o Progressive Conservative Party of Canada em 2003. Sob Harper, os conservadores conseguiram articular uma coalizão eleitoral mais ampla, combinando apoio no Oeste, segmentos suburbanos decisivos em Ontario e alguma penetração em Quebec, culminando em um governo majoritário em 2011.
- 8 Em nossa conversa, mencionamos o ensaio *Our Benign Dictatorship* (1996-97), de Stephen Harper e Tom Flanagan — cientista político canadense e posteriormente um dos principais estrategistas intelectuais do movimento conservador no país. No texto, os autores argumentam que o conservadorismo canadense encontrava-se fragmentado em tradições distintas e regionalmente enraizadas, comparáveis a picos isolados (numa alusão às “Three Sisters”, nas Montanhas Rochosas). A metáfora sugere que essas correntes, dispersas entre o Oeste, Quebec e o conservadorismo progressista tradicional, precisariam convergir para formar uma alternativa nacional viável em âmbito federal.
- 9 Em nossa conversa, discutimos a presença de grupos paramilitares e de extrema-direita em Ontario, com atuação documentada em cidades como Hamilton, London e na região de Niagara. Esses grupos, incluindo organizações como *Nationalist-13* e *Second Sons*, combinam treino físico, retórica extremista e manifestações públicas, sendo monitorados por autoridades e organizações de combate ao ódio. Além de Ontario, há registros de grupos semelhantes em Québec, como o *Atalante Québec* e o *Frontenac Active Club*, envolvidos em protestos, ações simbólicas e redes de ativismo transnacional, mostrando que esse fenômeno não está restrito a uma província.

(\*) Graduado em Ciências Econômicas e doutor em História Econômica pela Universidade de São Paulo.  
(E-mail: juliomoraes.jlm@gmail.com)

# Taxas Cambiais São Sensíveis à Energia Renovável

LUCCAS ASSIS ATTÍLIO (\*)

## 1 Introdução

A transição energética envolve o redirecionamento da economia. Se no século passado a produção de bens e serviços foi pautada pelo uso de energia proveniente de combustíveis fósseis, no presente século a estratégia é a produção de energia renovável. Além da produção, há o objetivo de também alterar a demanda: o consumo de energia renovável em detrimento do consumo de combustíveis fósseis.

Tal redirecionamento pode afetar os mercados financeiros, dado que a produção e o consumo de energia renovável são elementos inerentes à economia global.

É neste sentido que esse artigo analisa o impacto tanto da produção quanto do consumo de energia renovável sobre as flutuações das moedas nacionais.

O estudo analisa 35 países entre os anos de 2000M1 e 2022M12, utilizando o Global VAR (GVAR).

Esse é um resumo do artigo *Impact of renewable energy on exchange rates in a system of open economies*, publicado na *International Economics*.

Link: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2025.100647>.

## 2 Revisão de Literatura

Zhang e Kong (2022) analisaram empresas chinesas entre 2007 e 2018 e concluíram que a transição energética aumenta a produtividade das empresas de energia, mas reduz a das estatais. Outros estudos (Liu; Shen; Razzaq, 2023; Mugume; Bulime, 2024; Zhang; Kong, 2022) identificaram relações entre variáveis econômicas e energéticas, focando principalmente em como fatores econômicos afetam o setor de energia.

Uma exceção é Hong *et al.* (2024), que analisaram como o consumo de energia – incluindo renováveis – afeta taxas de câmbio. Utilizando, entre outros métodos, o teste de causalidade de Granger, encontraram relações estatisticamente significativas. No entanto, o estudo não incorpora efeitos de transbordamento entre países nem um arcabouço de economia aberta.

Grande parte da literatura sobre transição energética concentra-se em variáveis ambientais e utiliza

dados em painel. Embora esse método permita grandes amostras e longos períodos, ele não captura adequadamente efeitos de *spillover* entre países – aspecto fundamental em temas como energia e clima, que possuem forte interdependência internacional.

Este estudo contribui em três frentes principais. Primeiro, aplica o modelo GVAR, que incorpora efeitos de transbordamento e interconexões comerciais e financeiras entre países. Segundo, analisa o impacto da energia renovável sobre variáveis econômicas – especialmente taxas de câmbio – incluindo mercados financeiros, volatilidade, preços do petróleo e comércio bilateral. Terceiro, amplia Hong *et al.* (2024) ao considerar tanto a produção quanto o consumo de energia renovável, além de utilizar um arcabouço de economia aberta.

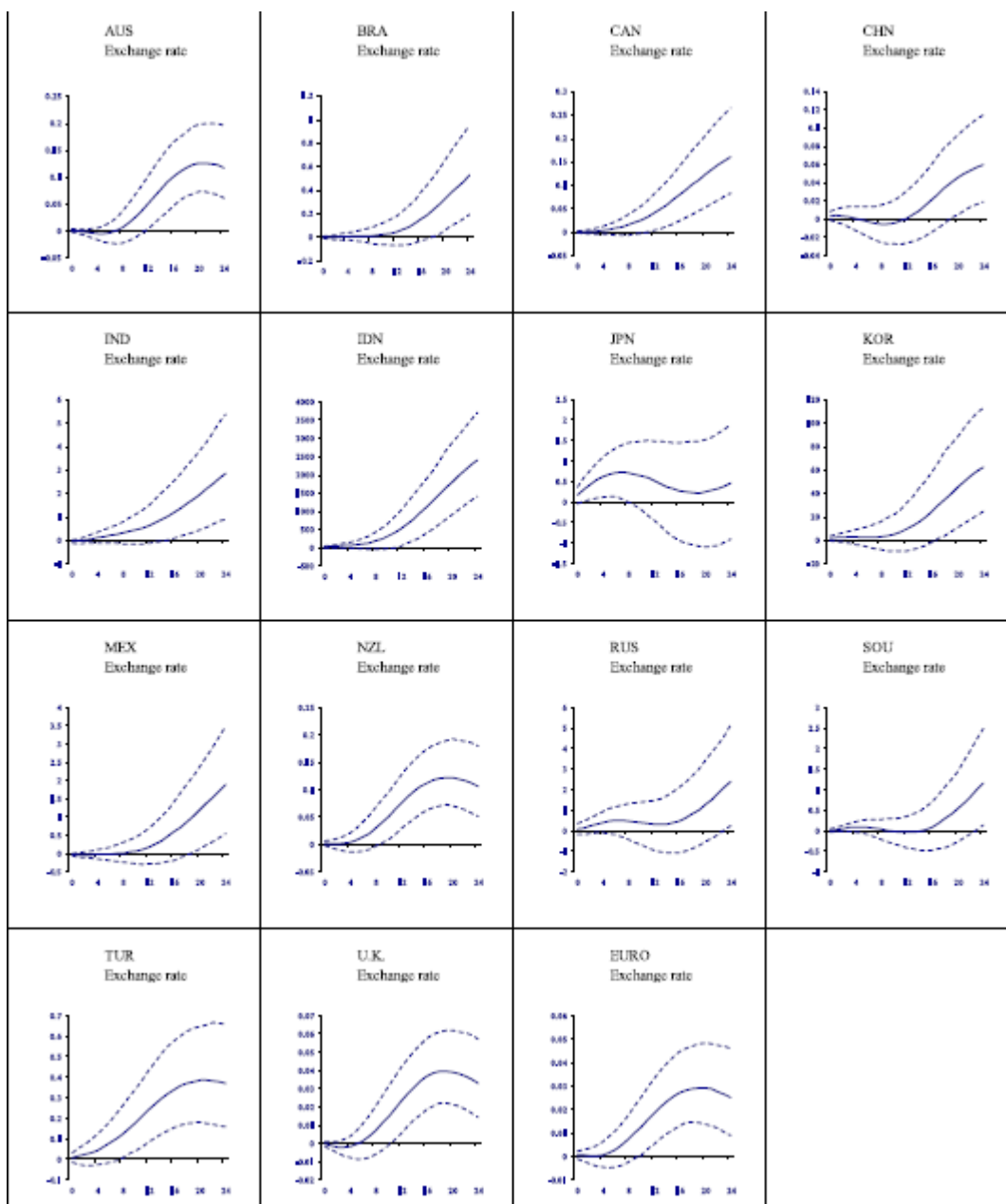
Teoricamente, o estudo dialoga com o modelo Mundell-Fleming, segundo o qual choques de demanda podem apreciar a moeda doméstica via aumento da confiança e fluxos de capital, enquanto choques de oferta podem gerar incerteza e depreciação cambial.

Em síntese, o trabalho preenche duas lacunas: (i) a ausência de análise de *spillovers* na relação entre energia renovável e taxa de câmbio; e (ii) a falta de um modelo de economia aberta que conecte países por meio de variáveis econômicas e comerciais.

### 3 Resultados

A Figura 1 simula um choque na produção de energia renovável, portanto, um choque de oferta. A figura mostra como as taxas de câmbio reagem; a definição de taxa de câmbio usada é a moeda nacional em proporção com o dólar dos Estados Unidos. A subida da taxa de câmbio retrata a depreciação cambial.

Figura 1 - Choque na Produção de Energia Renovável e Resposta da Taxa Cambial



Os resultados mostram que a maioria das moedas nacionais se depreciam. Observa-se também que há um hiato entre o choque e a resposta do câmbio; em outras palavras, o efeito não é imediato.

Há evidência de *flight to quality*, o processo no qual capitais saem dos países para buscar aplicações mais seguras, como títulos públicos dos EUA e/ou compras de ouro. Embora não seja possível afirmar decisivamente sobre esse efeito, as estimativas indicam que ele possa ocorrer.

Embora não retratado devido a espaço e brevidade, os mercados de ações desses países também perdem valor. É um ponto controverso na literatura: a transição energética incentiva ou desincentiva ganhos de capitais? As estimativas sugerem que há perda de

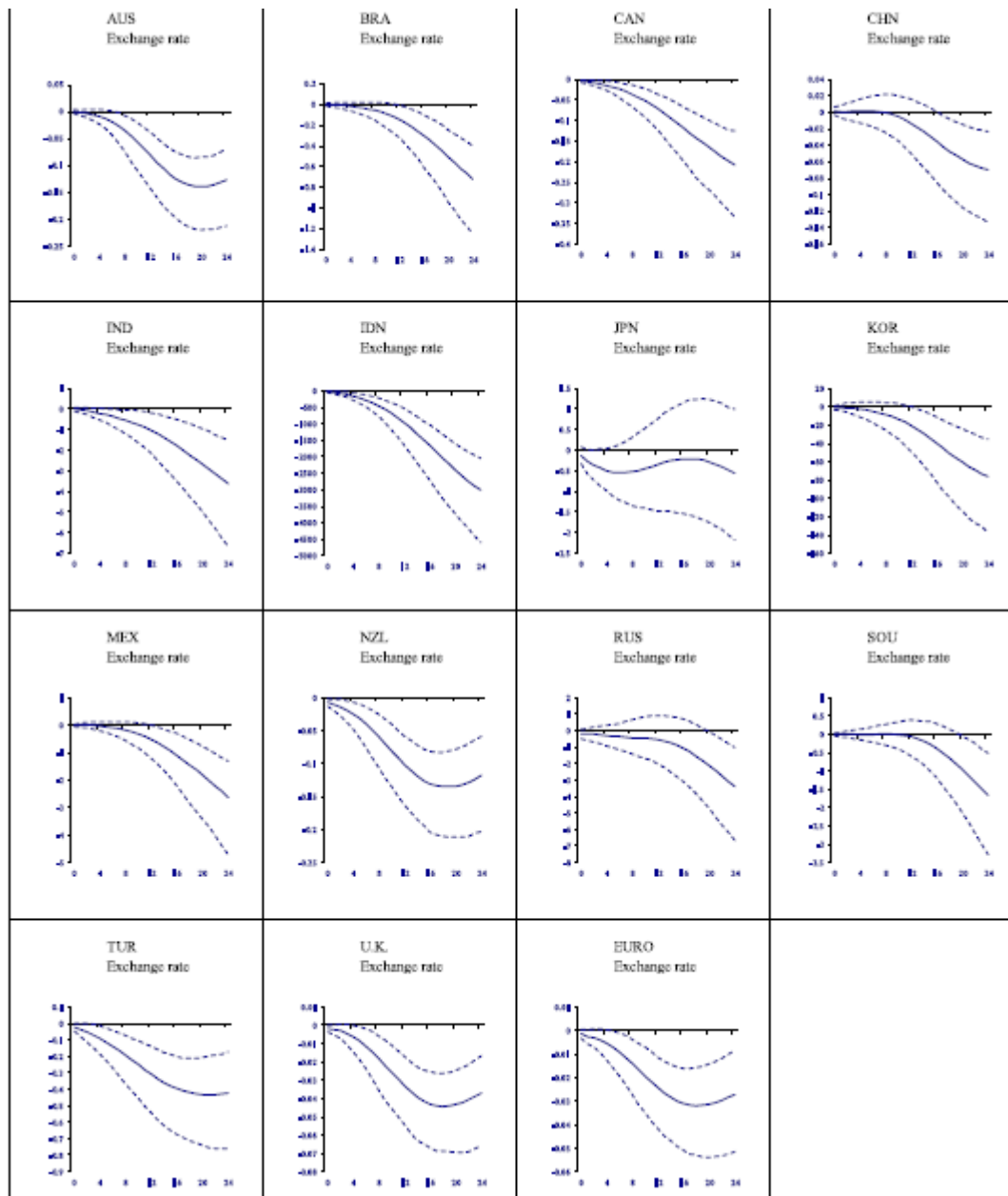
valorização com o aumento da produção de energia renovável.

Conectando esses resultados, é possível levantar a hipótese de que as depreciações cambiais possam ser relacionadas com a liquidação de posições nos mercados acionários domésticos.

A próxima figura mostra um choque sobre o consumo de energia renovável e as respostas das taxas cambiais. Contrariamente ao resultado anterior, há apreciações cambiais.

Também de forma contrária ao discutido anteriormente, os mercados de ações nacionais se valorizam com o aumento do consumo de renováveis.

Figura 2 - Choque Sobre o Consumo de Energia Renovável e Resposta da Taxa Cambial



## 4 Conclusão

---

O principal resultado é que os mercados cambiais são sensíveis ao progresso da produção e do consumo de energia renováveis. O mesmo pode ser dito em relação aos mercados acionários e de crédito, embora não tenham sido retratados neste espaço.

É possível que a transição energética provoque maior volatilidade financeira – aqui foi visto que ela é relacionada com maior flutuação de ativos financeiros.

De toda forma, trabalhos futuros poderiam complementar os resultados apresentados. Uma importante contribuição seria identificar o choque e fornecer análise de causalidade.

Por exemplo, os resultados não nos permitem afirmar que a produção de renováveis causa a depreciação cambial. A depreciação poderia ser resultado da queda dos mercados de ações.

Esta é inclusive uma das limitações do GVAR: ao agregar muitos países e incorporar variáveis, a identificação de choques se torna um dos seus desafios.

Por outro lado, o modelo captura efeitos internacionais de transbordamento.

Em resumo, a produção e o consumo de energia renováveis afetam o mercado financeiro. Resta explorar e detalhar melhor como esses efeitos ocorrem.

## Referências

---

- HONG, Y. *et al.* Exchange rate movements and the energy transition. **Energy Economics**, 107701, 2024.
- LIU, W.; SHEN, Y.; RAZZAQ, A. How renewable energy investment, environmental regulations, and financial development derive renewable energy transition: Evidence from G7 countries. **Renewable Energy**, 206, p. 1188-1197, 2023.
- MUGUME, R.; BULIME, E. W. Delivering double wins: How can Africa's finance deliver economic growth and renewable energy transition? **Renewable Energy**, 224, 120165, 2024.
- ZHANG, D.; KONG, Q. Green energy transition and sustainable development of energy firms: an assessment of renewable energy policy. **Energy Economics**, 111, 106060, 2022.

(\*) *Universidade Federal de Ouro Preto.*  
(E-mail: [lucas.attilio@ufop.edu.br](mailto:lucas.attilio@ufop.edu.br))

# A Grave Situação Fiscal do Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI (\*)

## 1 Introdução

O Brasil apresenta, atualmente, uma situação fiscal que desperta elevada preocupação. O país combina déficits primários persistentes e nominais extremamente elevados, o que resulta em trajetória de crescimento da dívida pública claramente insustentável no médio e no longo prazo. Esse quadro se torna ainda mais relevante considerando-se que tais desequilíbrios ocorrem mesmo em um contexto de carga tributária alta, especialmente quando comparada à de países emergentes.

O aumento da dívida pública, *ceteris paribus*, implica expansão dos gastos com juros, o que tende a produzir efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Há, portanto, uma incoerência na crítica recorrente que associa a busca por superávits primários a uma suposta “política neoliberal” ou a interesses do setor financeiro. Na realidade, é justamente o desequilíbrio fiscal que, ao elevar a dívida, conduz ao aumento estrutural do gasto com juros. Diante dessa constatação, a obtenção de superávits primários deveria ser encarada como medida essencial

para promover a redução gradual da dívida pública e, assim, diminuir o gasto com juros no médio e no longo prazo.

Nos anos recentes, observa-se deterioração expressiva das contas públicas: déficits primários e nominais elevados, ausência de superávits primários e crescimento contínuo da dívida, mesmo com carga tributária elevada. O desequilíbrio fiscal crônico, associado ao aumento das despesas públicas – muitas delas com baixa eficiência – e ao fraco desempenho da produtividade, compõem um cenário preocupante para o futuro da economia brasileira.

Com o objetivo de apresentar uma análise sintética da situação fiscal recente, o artigo está organizado da seguinte forma:

- a) na seção 2, analisa-se a evolução fiscal no período recente;
- b) na parte 3, apresentam-se as considerações finais.

## 2 Evolução da Situação Fiscal Brasileira no Período Recente

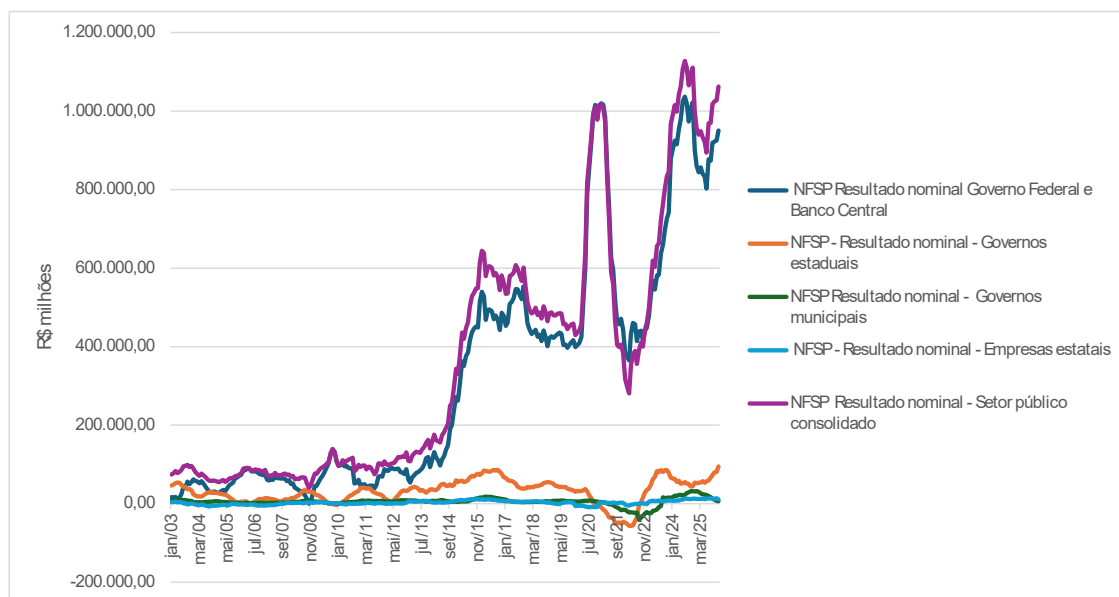
Como colocado anteriormente, o período recente tem sido carac-

terizado, do ponto de vista fiscal, por déficits primários, elevados déficits nominais e aumento da dívida bruta do governo geral. Nesse contexto, parece bastante preocupante a trajetória da política fiscal brasileira, claramente insustentável no médio e no longo prazo e que vai exigir, em algum momento, algum ajuste mais relevante.

Como pode ser visto pelo Gráfico 1, a necessidade de financiamento do setor público consolidado ou déficit nominal, considerando fluxo acumulado em 12 meses, apresentou piora significativa a partir de 2015 e, em que pese algumas flutuações, o país ainda se encontra distante da maior estabilidade fiscal que foi mantida no começo dos anos 2000 (vide Gráfico 1).

Há um repique importante durante a crise gerada pela pandemia por razões óbvias, mas posteriormente se nota alguma recuperação dos desequilíbrios fiscais. Contudo, no período recente pode-se notar relevante incremento dos déficits nominais nos anos recentes.

Gráfico 1 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)  
Resultado Nominal – Janeiro de 2003 a Dezembro de 2025  
Fluxo Acumulado em 12 Meses – R\$ milhões



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

De forma a quantificar, de forma mais concreta, a magnitude do desequilíbrio fiscal brasileiro, a necessidade de financiamento do setor público consolidado se elevou de um patamar de R\$ 460 bilhões, no ano de 2022, para cerca de R\$ 1,06 trilhão no ano de 2025. No período de 2023 a 2025 o déficit nominal acumulado do setor público chegou a R\$ 3,028 trilhões.

A piora foi disseminada entre os entes federativos e empresas estatais:

- **Governo federal e Banco Central:** déficit nominal se elevou de R\$ 448 bilhões (2022) para R\$ 951 bilhões (2025);
- **Estados:** déficit subiu de R\$ 35 bilhões (2022) para R\$ 95 bilhões (2025);

- **Municípios:** passaram de uma situação de superávit em 2022 (R\$ 21,5 bilhões) para déficit nominal em 2025 (R\$ 6,1 bilhões);
- **Estatais:** também apresentaram deterioração no período, saindo de superávit em 2022 (R\$ 1,5 bilhões) para déficit nominal em 2025 (R\$ 10,8 bilhões).

Todos esses dados evidenciam uma piora disseminada e muito relevante da situação fiscal do país, com crescimento expressivo do déficit nominal do governo federal, dos governos estaduais e municipais, bem como das empresas estatais.

Tabela 1 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)  
Resultado Nominal – Fluxo Acumulado em 12 Meses – R\$ bilhões

Mês/ano	Governo Federal e Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais	Setor público consolidado
dez/22	448,29	35,11	-21,47	-1,50	460,43
dez/23	879,08	66,26	14,40	7,67	967,42
dez/24	900,57	53,86	30,72	12,83	997,98
dez/25	950,57	95,09	6,14	10,78	1.062,57

Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

A análise da necessidade de financiamento do setor público por meio dos fluxos acumulados em 12 meses em proporção do PIB, como esperado, também aponta para processo de deterioração da situação fiscal a partir de 2015, com repique durante a pandemia, por razões óbvias, e incremento

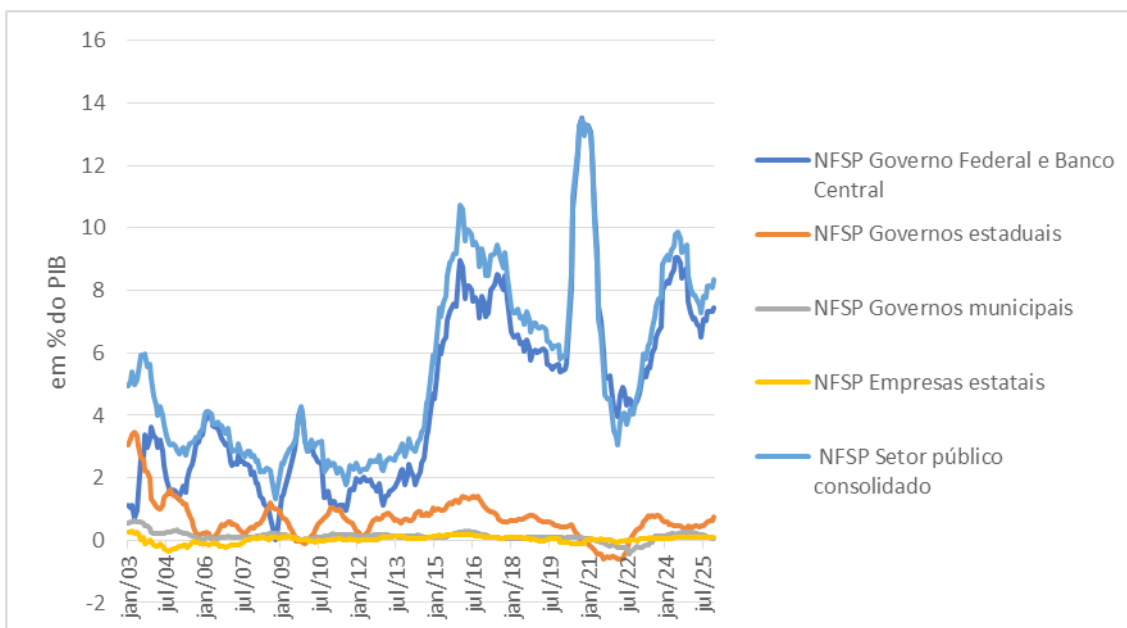
relevante dos desequilíbrios nos últimos anos (vide Gráfico 2).

Certamente, essa piora nos últimos anos está ligada à combinação de ausência de superávits primários e elevadas taxas de juros reais. A combinação de déficits primários recorrentes e seus impactos nas

taxas de juros reais elevadas explica dessa dinâmica.

Mais uma vez, destaca-se a importância de voltar a ter superávits primários como forma de propiciar redução da dívida pública e, consequentemente, do próprio patamar das taxas de juros reais.

Gráfico 2 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)  
Resultado Nominal – Janeiro de 2003 a Dezembro de 2025  
Fluxo Acumulado em 12 Meses – em % do PIB



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

A necessidade de financiamento do setor público consolidado se elevou de 4,6% do PIB, no ano de 2022, para um patamar na casa dos 8% do PIB nos anos de 2023 a 2025. Trata-se de um patamar de déficit nominal muito elevado, inclusive, na comparação internacional como será visto adiante.

Essa trajetória decorre de piora tanto do governo federal e banco central, como também de governos estaduais, municipais e empresas estatais. No caso do governo federal, o déficit nominal se elevou de 4,45% do PIB, no ano de 2022, para 7,5% do PIB no ano de 2025. Também chama atenção a piora da situação fiscal dos governos estaduais que saiu de déficit nominal

de 0,35% do PIB, no ano de 2022, para 0,75% do PIB no ano de 2025. O governo federal foi o principal responsável pela deterioração, mas os estados também registraram aumento expressivo de déficits.

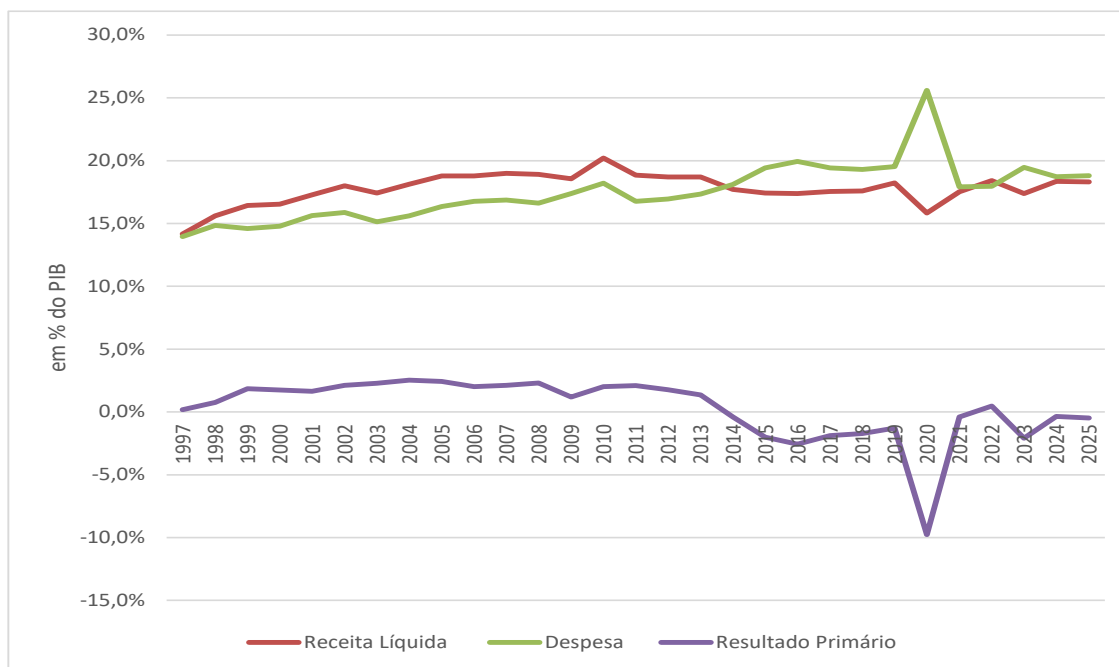
Os dados apresentados deixam claro que a situação fiscal brasileira inspira preocupação e demanda algum ajuste mais relevante, de forma a evitar a manutenção de uma trajetória de dívida bruta do governo geral (DBGG) insustentável no médio e no longo prazo. Essa piora a partir de 2014 está relacionada ao fato que desde então, com exceção do ano 2022, o país apresentou déficits primários ou ausência de superávits com base neste conceito.

*Tabela 2 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)  
Resultado Nominal – Fluxo Acumulado em 12 Meses – em % do PIB*

Mês/ano	Governo Federal e Banco Central	Governos estaduais	Governos municipais	Empresas estatais	Setor público consolidado
dez/22	4,45	0,35	-0,21	-0,01	4,57
dez/23	8,03	0,61	0,13	0,07	8,84
dez/24	7,65	0,46	0,26	0,11	8,47
dez/25	7,46	0,75	0,05	0,08	8,34

Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

Gráfico 3 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)  
Resultado Primário – 1997 a 2025 – em % do PIB



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

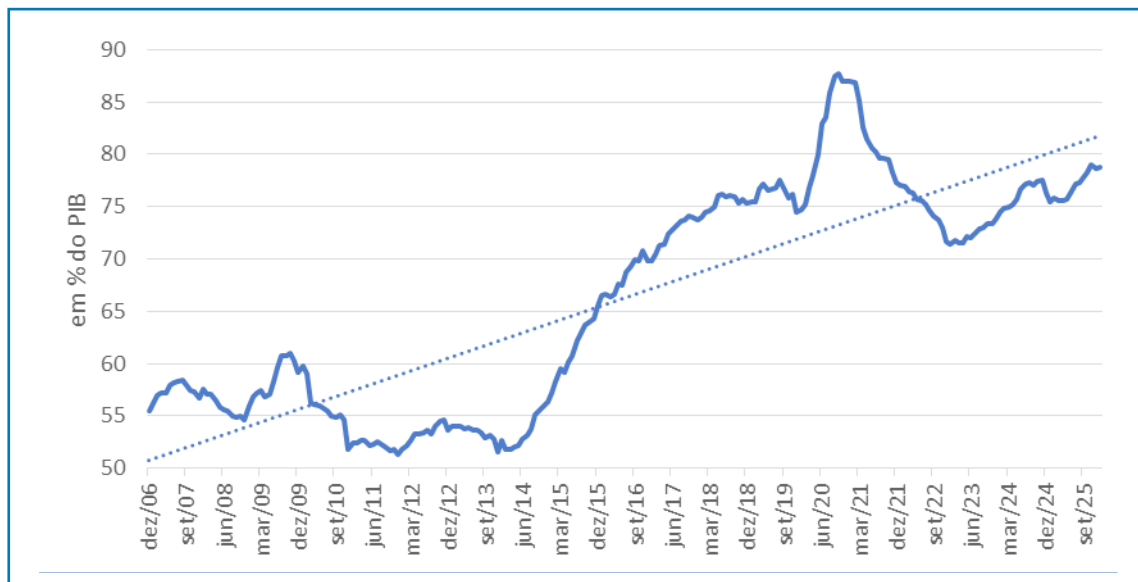
A combinação de déficits primários e nominais elevados acaba gerando trajetória de crescimento da dívida pública bruta do governo geral em uma trajetória insustentável no médio e no longo prazo. Em algum momento, será necessário ajuste para que se volte a produzir superávits primários em nível suficiente para estabilizar ou mesmo permitir trajetória de redução da dívida no médio e no longo prazo. Claramente, a atual trajetória de dívida bruta do governo geral (DBGG) é insustentável no médio e no longo prazo, bem como, *ceteris*

*paribus*, tende a implicar uma carga crescente com o pagamento de juros da referida dívida (vide Gráfico 4). A DBGG cresceu de 51,5% do PIB, em dezembro de 2013, para o patamar de 78,7% do PIB em dezembro de 2025 (Gráfico 4).

De acordo com as projeções fiscais do Tesouro Nacional (STN, 2025) a previsão, no cenário de referência, era chegar com DBGG de 88% do PIB no final de 2035. Contudo, entre as hipóteses desse chamado cenário de referência seria a diminuição da despesa do Regime Geral

de Previdência Social (RGPS) de 8% do PIB, em 2024, para um patamar de 7,8% do PIB nos anos de 2030 a 2035. Esse cenário parece pouco factível, em especial, se houver continuidade nos ganhos reais do salário mínimo. O próprio relatório da STN aponta que, em um cenário menos otimista, a DBGG poderia chegar 95,4% do PIB no final de 2035. Por sinal, o próprio relatório aponta que para 2034, as expectativas Focus para a DBGG atingirão 94,0% do PIB.

Gráfico 4 – Dívida Bruta do Governo Geral – Brasil – em % do PIB  
Dezembro de 2006 a Janeiro de 2026



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central.

Como mostrado por IMF (2025), esse processo de aumento de endividamento público não ocorre apenas no Brasil. A projeção do FMI (2025) é que a dívida pública global deverá ultrapassar 100% do PIB até 2029, que seria seu nível mais alto desde 1948. Contudo, o panorama é muito diverso. Os países diferem amplamente em seus níveis de déficit e endividamento, mas o número de países com dívida acima de 100% do PIB deve diminuir constantemente nos próximos anos e esses países geralmente possuem mercados de títulos soberanos profundos e líquidos e, frequentemente, amplas opções de políticas, resultando em um risco fiscal considerado moderado. Em contraste, muitos mercados emergentes e países de baixa renda enfrentam desafios fiscais mais di-

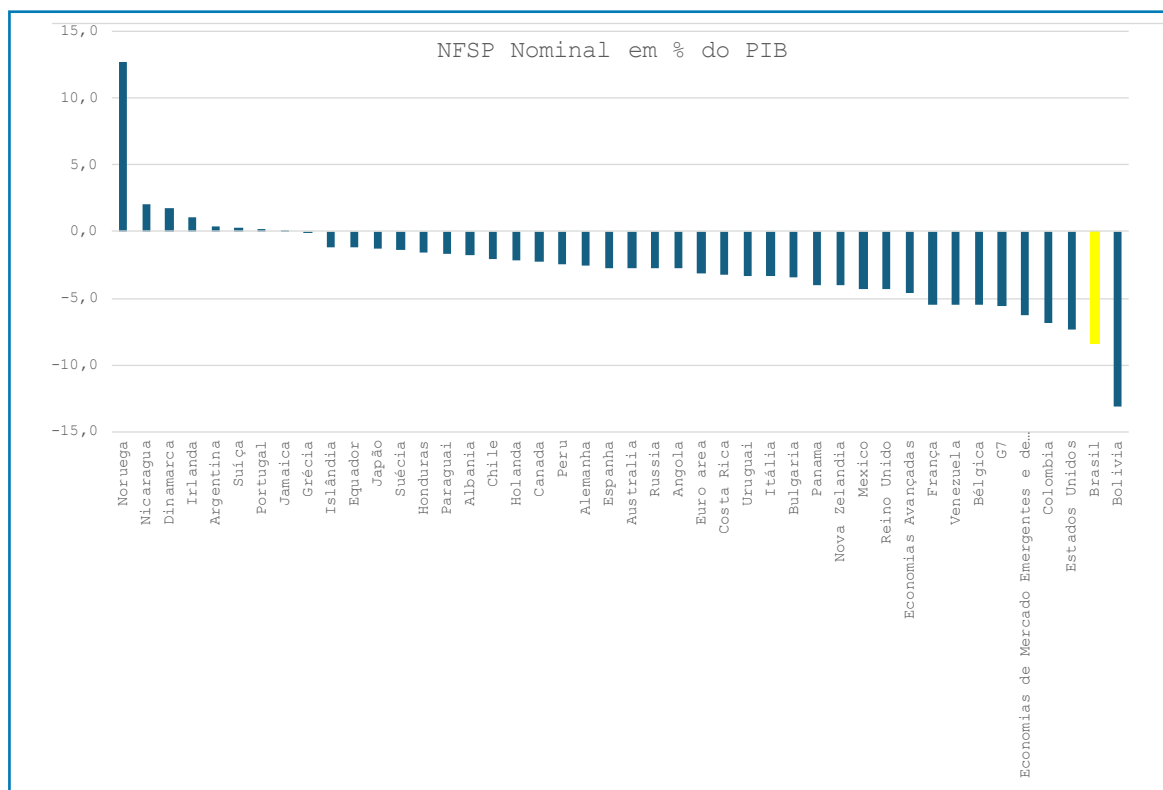
fíceis, apesar de suas dívidas relativamente mais baixas. Suas opções de políticas públicas e acesso a financiamento são mais limitados. De acordo com IMF (2025), 55 países estão enfrentando dificuldades com a dívida ou correm alto risco de enfrentá-las, apesar de seus índices de endividamento frequentemente estarem abaixo de 60% do PIB. A melhor estratégia seria manter índices de endividamento mais seguros.

Ademais, os riscos fiscais são consideráveis. A dinâmica da dívida pública mudou drasticamente nos últimos anos. Não se trata apenas do tamanho da dívida, mas também do seu custo. As taxas de juros aumentaram consideravelmente nos mercados globais e sua trajetória futura é incerta. O aumento dos

custos de serviço da dívida já está pressionando os orçamentos de muitos países. Além disso, os gastos iminentes com defesa, desastres naturais, tecnologias disruptivas, demografia e desenvolvimento aumentam as demandas de gastos públicos.

Segundo o IMF (2025), a conclusão seria inescapável: partindo de déficits e dívidas excessivamente altos, a persistência de gastos acima da arrecadação de impostos levará a dívida a patamares cada vez mais elevados, ameaçando a sustentabilidade e a estabilidade financeira. Também chama atenção que o Brasil possui um nível de desequilíbrio fiscal alto na comparação internacional, como pode ser visto pelo Gráfico 5.

Gráfico 5- Necessidade de Financiamento Setor Público em % do PIB – 2025



Fonte: elaborado a partir de dados IMF (2025) - Net lending/borrowing (overall balance) (% PIB).

### 3 Considerações Finais

A situação fiscal brasileira revela-se preocupante, marcada por déficits recorrentes ou crônicos mesmo em um ambiente de carga tributária elevada. Desde 2014, com exceção de 2022, o país não registra superávits primários. Nos últimos anos, os déficits nominais têm se mantido em nível elevado – cerca de 8% do PIB – com deterioração disseminada entre gover-

no federal, estados, municípios e estatais.

A combinação de déficits primários persistentes e nominais elevados tende a pressionar as taxas de juros reais. Essa combinação cria déficits nominais elevados e tem produzido crescimento acelerado da dívida pública. A Dívida Bruta do Governo Geral aumentou de 51,5% do PIB (2013) para 78,7% do PIB (2025), trajetória insustentável no médio e no longo prazo.

Nesse contexto, torna-se imprescindível:

- restabelecer superávits primários consistentes com a estabilização/redução da dívida pública;
- promover ajuste fiscal com foco em despesas primárias, dado o nível já elevado da carga tributária;
- aumentar a eficiência do gasto público;

- adotar políticas que sustentem o crescimento da produtividade.

Essas medidas são fundamentais para estabilizar a dívida, reduzir o prêmio de risco, diminuir o gasto com juros e melhorar as condições de crescimento econômico de longo prazo.

## Referências

---

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Fiscal Monitor: **Spending smarter: how efficient and well-allocated public spending can boost economic growth**. Washington, DC: IMF, October, 2025.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL – STN. **Relatório de Projeções Fiscais** – 2º semestre de 2025. Ministério da Fazenda. Disponível em: <https://thot-arquivos.tesouro.gov.br/publicacao/53580>. Acesso em: 05 mar. 2026.

*(\*) Doutor em Economia pela Universidade Autônoma de Madrid (UAM) e Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental do Governo Federal. O autor teve passagens pelo Ministério da Previdência Social (assessor especial do Ministro, Subsecretário e Diretor do Departamento do RGPS 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 Previdência e Seguridade Social) e OIT. Foi membro do Conselho Nacional de Previdência Social (CNPS), do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT) e do Conselho Nacional dos Direitos do Idoso (CNDI). Ganador 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).*

# Os Impactos da Guerra no Irã na Economia Brasileira

GABRIEL BRASIL (\*)

A “Operação *Epic Fury*”, como ficou conhecido o ataque conduzido pelos Estados Unidos e por Israel contra o Irã, resultou na destruição de infraestruturas militares estratégicas e na morte do líder supremo do país, Ali Khamenei. Para além das preocupações humanitárias, a reação dos mercados foi imediata: o preço do Brent saltou 13% na abertura da segunda-feira seguinte (2 de março), atingiu US\$ 120 por barril no pico em 9 de março e, em seguida, recuou para a faixa de US\$ 87–103 ao longo da segunda semana do conflito. O fechamento parcial do Estreito de Ormuz – rota por onde transitam aproximadamente 20% do petróleo e 25% do gás natural liquefeito consumidos no mundo – conferiu ao episódio a natureza de um choque logístico de alcance global.

Ainda que geograficamente distante, o Brasil tende a ser afetado de forma considerável por esse novo ambiente. Os canais são múltiplos e operam em direções distintas. De um lado, a condição de exportador líquido de petróleo gera ganhos potenciais a serem apropriados pela Petrobras e, por extensão, pelo governo federal. De outro, o fato de o país ser grande produtor

de *commodities* agrícolas com mercados relevantes no Oriente Médio e, simultaneamente, importador de fertilizantes, atua no sentido de reverter parte significativa desses benefícios. Some-se a isso que o Brasil, embora permaneça como uma economia relativamente fechada, continua sendo uma economia emergente e, portanto, exposta a episódios de forte aversão global ao risco do ponto de vista financeiro.

Justifica-se, assim, examinar a magnitude relativa desses canais para construir uma compreensão mais precisa dos efeitos de curto e de longo prazo sobre a economia brasileira, sobretudo em um cenário em que não parece provável que a guerra se encerrará rapidamente.

## 1 O Canal Energético

Até o início de 2026, o Brasil produzia aproximadamente 2 milhões de barris de petróleo por dia, com exportações líquidas positivas, o que constitui o principal amortecedor doméstico frente ao choque recente de preços. Essa posição foi enfatizada pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda, que, em nota de 13

de março de 2026, estimou que a alta do Brent adiciona cerca de 0,1 ponto percentual ao crescimento deste ano, mantendo a projeção de expansão do PIB em 2,3%.<sup>1</sup>

O mecanismo é relativamente direto: royalties, participações especiais e dividendos pagos pela Petrobras ao governo federal crescem com o barril mais caro. Cálculos da *XP Investimentos* sugerem que um aumento de US\$ 10 no preço do petróleo pode gerar R\$ 10,7 bilhões adicionais no resultado primário de 2026, enquanto estimativas de *BTG Pactual* e *XP Investimentos* convergem para um incremento de cerca de US\$ 8,5 bilhões no saldo da balança comercial, impulsionado pelo aumento da receita com exportação de óleo bruto e pela provável ampliação da demanda chinesa por petróleo brasileiro em substituição ao produto iraniano, já fortemente sancionado.<sup>2 3</sup>

O lado negativo do canal energético manifesta-se sobretudo via derivados e logística. O Brasil importa cerca de 30% do diesel e entre 5% e 10% da gasolina consumida internamente, e a escalada do Brent aprofundou rapidamente a distância entre os preços das refi-

narias nacionais e o mercado internacional. Em 9 de março de 2026 – quando o Brent tocou US\$ 120 –, a defasagem do diesel atingiu 85% (equivalente a R\$ 2,74 por litro) e a da gasolina chegou a 49% (R\$ 1,22 por litro), ambas calculadas pela Associação Brasileira dos Importadores de Combustíveis (ABICOM) com base no Preço de Paridade de Importação (PPI).<sup>4</sup>

Diante desse cenário, os importadores privados suspenderam novas aquisições, inviabilizadas economicamente, comprometendo os 35% do diesel nacional que dependem de fontes externas ou de refinarias privadas. A política de preços da Petrobras torna-se, nesse contexto, a variável de decisão central: a estatal completa mais de 300 dias sem reajustar o diesel, e a magnitude da defasagem acumulada coloca em risco tanto a margem de refino da companhia quanto a regularidade do abastecimento nos próximos ciclos agrícolas. Vale lembrar que a política de preços da Petrobras segue sendo um tema sensível politicamente, em particular em anos eleitorais – como é o caso de 2026.

## 2 O Canal Agrícola

O agronegócio brasileiro está exposto ao conflito por dois flancos simultâneos: pelo lado dos insumos e pelo lado da demanda externa. A combinação é particularmente relevante porque o setor responde

por parcela substantiva do PIB, das exportações e do emprego formal.

Do lado dos insumos, o Brasil importa entre 80% e 85% dos fertilizantes consumidos anualmente, segundo a Embrapa. Em 2025, o Irã e outros países da região responderam por cerca de 35% das importações brasileiras de ureia, 17% dos fertilizantes fosfatados e 10% do cloreto de potássio, de acordo com a Celeres. A consultoria Agrinvest estima que 41% de toda a ureia importada pelo Brasil em 2025 transitou pelo Estreito de Ormuz, enquanto a interrupção da produção da Qatar Energy em Ras Laffan – maior complexo mundial de GNL e fertilizantes – após ataques iranianos agravou a restrição na oferta global de fertilizantes nitrogenados.

Pesquisadores do CEPEA/USP indicam que os efeitos mais imediatos recairão sobre as lavouras de inverno – trigo, aveia, cevada e safrinha de milho –, ao passo que a segunda safra de verão, cujos insumos já haviam sido majoritariamente adquiridos antes do conflito, permanece relativamente protegida no curto prazo. O planejamento da safra 2026/27, porém, ocorrerá inteiramente sob a sombra da nova estrutura de preços dos fertilizantes, o que tende a afetar decisões de área plantada, tecnologia e produtividade.

Pelo lado da demanda, o Irã era o principal comprador individual de

milho brasileiro: em 2025, importou mais de 9 milhões de toneladas do cereal. A paralisação, ou mesmo uma redução expressiva, desses fluxos tende a pressionar os preços internos do milho para baixo, com efeitos em cadeia sobre o custo da ração animal e, conseqüentemente, sobre a indústria de proteínas. O Oriente Médio, como bloco, respondeu por 26% das exportações brasileiras de frango em 2025, cerca de 1,6 milhão de toneladas embarcadas – aproximadamente metade passando por Ormuz. As exportações de carne bovina para países árabes somaram US\$ 1,79 bilhão em 2025 (alta de 1,91% ante o ano anterior, segundo a Câmara de Comércio Árabe-Brasileira), com volume superior a 28 mil toneladas mensais de carne halal dependente da rota agora ameaçada.

## 3 O Canal Financeiro

A reação dos mercados financeiros ao conflito seguiu o padrão típico de *flight-to-quality*: valorização do dólar e do ouro, desvalorização de moedas emergentes e abertura dos *spreads* soberanos. No Brasil, o Ibovespa chegou a acumular, em um único pregão (3 de março), perda equivalente a R\$ 166 bilhões em valor de mercado das empresas listadas, movimento parcialmente revertido nos dias subsequentes.

A depreciação cambial funciona como mecanismo de amplificação do choque externo: encarece as

importações, pressiona cadeias produtivas intensivas em insumos importados e eleva o custo do serviço da dívida em moeda estrangeira. Ao mesmo tempo, melhora a receita em reais das exportadoras de *commodities*, atuando como *hedge* parcial para o agronegócio e para outros segmentos voltados ao mercado externo.

Há, contudo, heterogeneidade setorial relevante na forma como esse canal financeiro se transmite à economia real. Empresas exportadoras de *commodities* – incluindo Petrobras, Prio e as grandes *tradings* agrícolas – capturam ganhos significativos com a combinação de preços externos mais altos e câmbio depreciado. Já setores como aviação, turismo e varejo figuram entre os mais penalizados, pois enfrentam custos crescentes sem contrapartida em termos de expansão de receita. Transportadoras rodoviárias e motoristas de aplicativo também absorvem o choque no custo do combustível, em geral sem contar com mecanismos automáticos de repasse tarifário.

#### 4 Considerações Finais

A duração do conflito é a variável que determinará os seus impactos para o Brasil. No cenário base – interrupção de Ormuz limitada a três

semanas, em linha com o intervalo trabalhado pelo Goldman Sachs em sua revisão de março –, os efeitos sobre a economia brasileira tendem a ser administráveis: melhora nos termos de troca, pressão inflacionária adicional de até 0,6 ponto percentual e ajuste marginal no *forward guidance* do Banco Central, sem alteração na magnitude dos cortes já sinalizados.

No cenário adverso – conflito prolongado, com Brent sustentado acima de US\$ 100 –, o quadro se complexifica: o IPCA de 2026 pode superar o teto da meta, o ciclo de afrouxamento monetário tende a ser interrompido prematuramente e o custo de produção agrícola da safra 2026/27 subiria de forma expressiva, com impacto defasado sobre a inflação de alimentos em 2027. A combinação desses fatores com as tarifas protecionistas já impostas pelos Estados Unidos, que comprimem o crescimento global, desenha um ambiente propício a um quadro de estagflação moderada.

O saldo líquido para o Brasil, na ausência de uma escalada extrema, é menos desfavorável do que para economias importadoras de energia. A condição de exportador líquido de petróleo confere ao país uma assimetria estrutural positiva em relação a outros emergentes, ao

mesmo tempo que expõe eles mais vulneráveis: a cadeia de fertilizantes nitrogenados – cuja ruptura compromete de forma duradoura a competitividade do agronegócio – e a própria condução da política monetária, que se torna mais desafiadora à medida que o choque energético se sobrepõe a expectativas de inflação já pressionadas.

O conflito também evidencia a fragilidade da dependência estrutural brasileira de fertilizantes nitrogenados. A ureia importada do Oriente Médio não possui substituto imediato em escala, e qualquer estratégia de diversificação – seja via aumento da produção doméstica de amônia, seja via acordos bilaterais com novos fornecedores – tem horizonte mínimo de maturação de dois a três anos; é esse o passivo de longo prazo mais relevante que o episódio expõe para o planejamento da política agroindustrial brasileira.

1 “SPE mantém previsão de crescimento de 2,3% para 2026, mesmo diante do conflito no Oriente Médio”, Ministério da Fazenda, 13 de março de 2026. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2026/marco/spe-mantem-previsao-de-crescimento-de-2-3-para-2026-mesmo-diante-do-conflito-no-oriente-medio>

2 “Cenário Macro” – BTG Pactual, 9 de março de 2026. Disponível em: <https://content>

btgpactual.com/research/home/relatorio/69aee3b45459fb5b42175cec/Cenario-Macro-Marco-de-2026

- 3 “Conflito no Irã: impactos nos mercados e como se posicionar”, XP Investimentos, 2 de março de 2026. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/conteudos-gerais/guerra-no-ira-impactos-nos-mercados-e-como-se-posicionar/>
- 4 “Com alta do petróleo, defasagem do diesel no Brasil beira os R\$ 3 por litro”, Estadão Conteúdo/Band, 9 de março de 2026. Disponível em: <https://www.band.com.br/economia/noticias/disparada-do-petroleo-eleva-defasagem-do-diesel-a-85-e-poe-abastecimento-em-risco-202603091318>

*(\*) Economista pela Universidade Federal de Minas Gerais e mestre em Economia Política Internacional pela Universidade de São Paulo.  
(E-mail: gabrielchbrasil@gmail.com).*

# Relatório de Indicadores Financeiros<sup>1</sup>

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](http://nefin.com.br/risk_factors.html)>.

Gráfico 1 – Estratégias de Investimentos (Long - Short)(02/01/2012 – 27/02/2026)

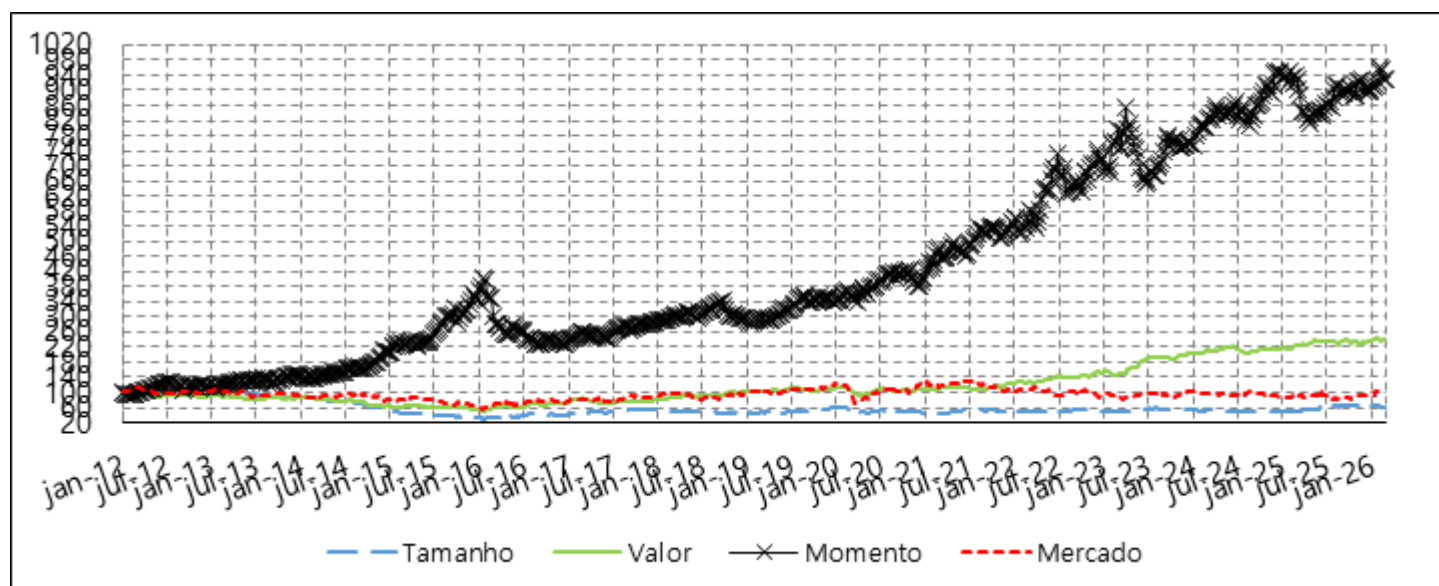


Tabela 1

	Tamanho	Valor	Momento	Mercado
Semana	-0,45%	-0,15%	-2,81%	-1,10%
Mês de Fevereiro	-4,46%	-3,35%	0,74%	2,65%
2026	-5,80%	0,84%	3,06%	13,24%
2010-2026	-44,36%	120,08%	1508,50%	-15,45%

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 - 27/02/2026)

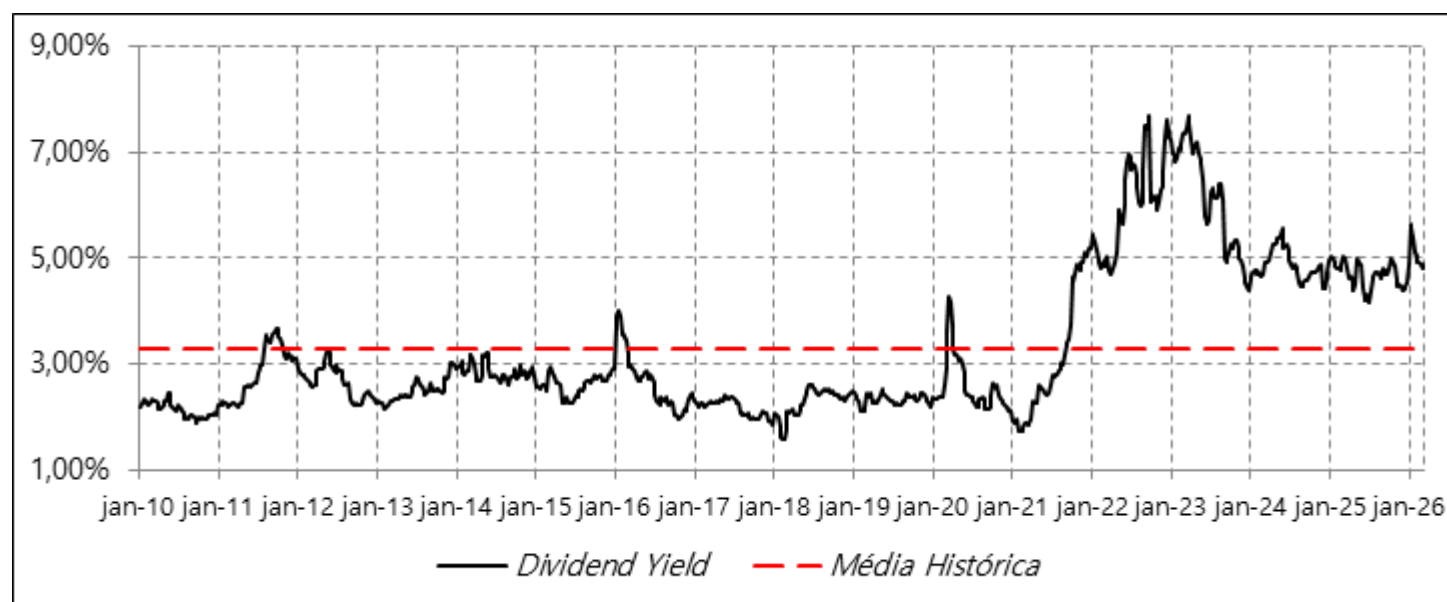


Tabela 2

	Dez Maiores		Dez Menores	
	Papel	Preço-Dividendo	Papel	Preço-Dividendo
1.	DXCO3	717,21	RIAA3	2,96
2.	PRNR3	485,36	VULC3	3,81
3.	SMFT3	288,31	JSLG3	3,92
4.	AURE3	207,80	POMO4	5,84
5.	NEOE3	151,62	LAVV3	6,34
6.	RADL3	117,25	MELK3	6,66
7.	DESK3	105,22	RECV3	6,69
8.	WEGE3	102,90	FIQE3	7,19
9.	EMBJ3	101,84	LOGG3	7,36
10.	TFCO4	87,39	BBSE3	7,59

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 - 27/02/2026)

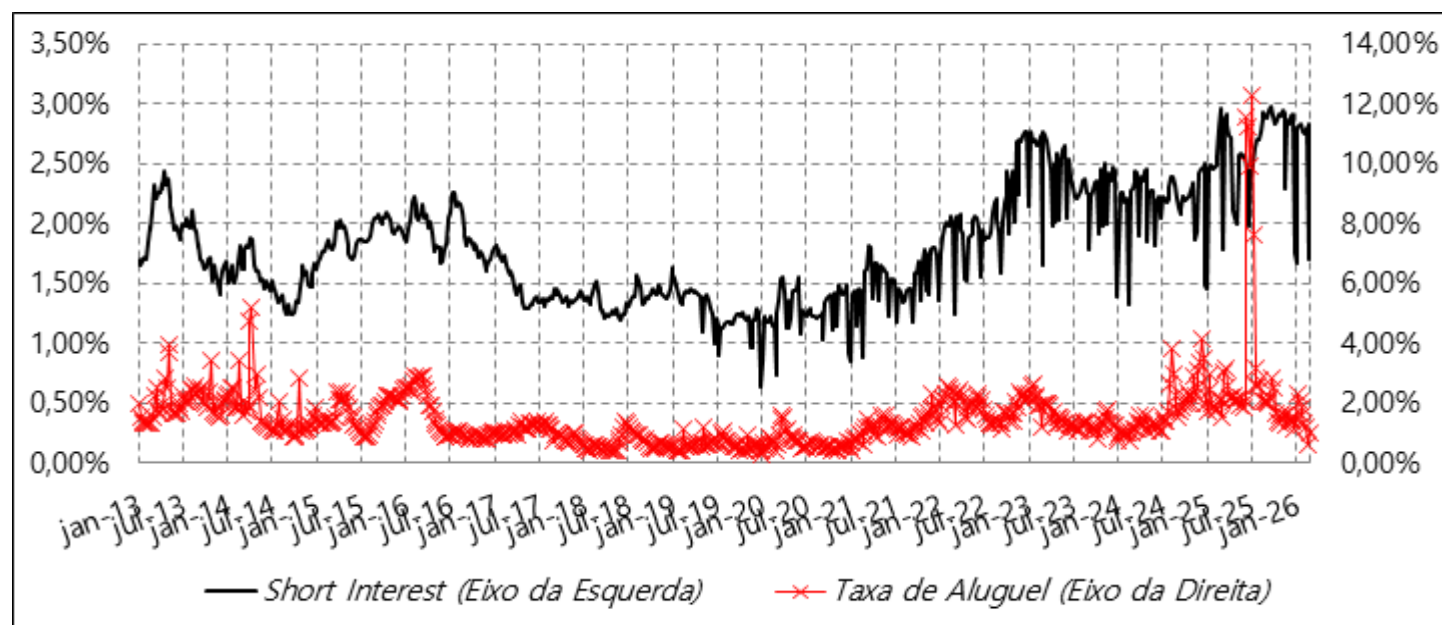


Tabela 3

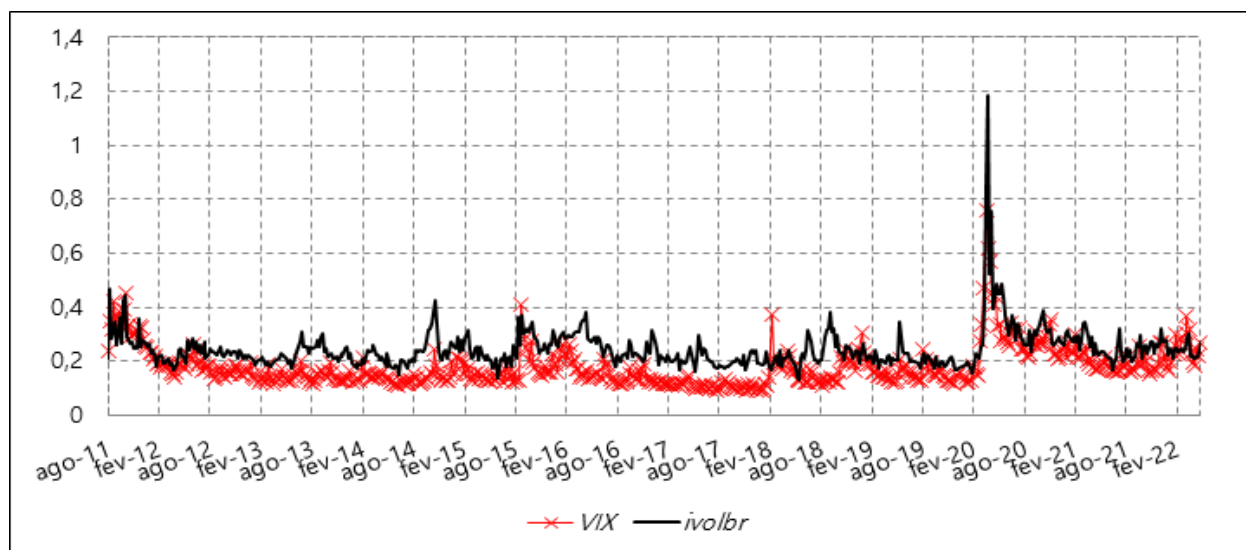
Cinco Maiores da Semana				
Short interest			Taxa de Aluguel	
1.	RAPT4	29,45%	AZUL53	381,58%
2.	RAIZ4	27,18%	PCAR3	54,24%
3.	AZZA3	17,59%	RAIZ4	45,63%
4.	CVCB3	16,32%	BHIA3	40,35%
5.	PRI03	13,89%	BRKM5	34,24%
Variação no short interest			Variação na taxa de aluguel	
1.	BRSR6	2,61%	PCAR3	32,07%
2.	PRI03	2,24%	BRKM5	22,49%
3.	RAPT4	1,61%	AZZA3	15,64%
4.	AZZA3	1,60%	BHIA3	13,72%
5.	LJQQ3	1,41%	PRI03	3,7%

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®.<sup>2</sup>

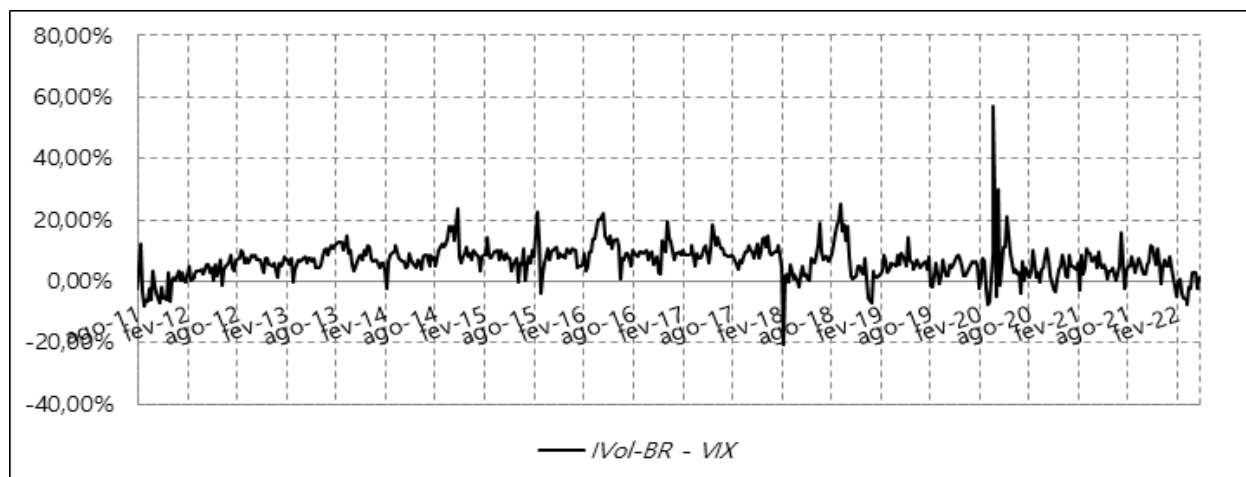
O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, capturando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <[http://nefin.com.br/volatility\\_index.html](http://nefin.com.br/volatility_index.html)>.

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/>>.

# pesquisa na fea – Economia



## Em busca do tesouro: uma avaliação de impacto do programa de educação financeira, fiscal e cívica do Tesouro Nacional

---

RENATA REIS SERSON

*Dissertação de Mestrado*

*Orientador(es): Luis Eduardo Negrão Meloni*

*Banca: Luís Eduardo Negrão Meloni (Presidente), Fernanda Gonçalves de La Fuente Estevan  
Ricardo de Abreu Madeira, Marcos de Almeida Rangel*

<https://doi.org/10.11606/D.12.2024.tde-14022025-185809>

### Resumo

---

Esta dissertação avalia o impacto de curto prazo de uma intervenção educacional multidimensional projetada para aprimorar a alfabetização financeira, fiscal e de participação social (PS) entre jovens estudantes no Brasil. O programa é voltado para alunos do 4º e 5º ano (crianças de 9 e 10 anos) de escolas públicas e adota

uma abordagem lúdica, integrando personagens de desenhos animados conhecidos em seus materiais didáticos. Implementada como um experimento de controle randomizado em 106 escolas (metade delas no grupo de tratamento), a intervenção teve duração de 11 semanas e incorporou atividades estruturadas e materiais interativos ao currículo. Logo após a implementação, os dados de aproximadamente 14.000 alunos indicam ganhos significativos de conhecimento, com aumentos de cerca de 8% na alfabetização financeira e fiscal e de 7% na proficiência em PS. Além disso, a intervenção influenciou positivamente comportamentos financeiros autorrelatados, o engajamento escolar e a comunicação familiar sobre temas financeiros. Esses resultados sugerem a relevância da integração da educação financeira com a educação fiscal e cívica, pois essa abordagem pode gerar impactos significativos no curto prazo para jovens estudantes. Isso é particularmente relevante em países em desenvolvimento, onde altos níveis de endividamento das famílias, baixas taxas de poupança e conhecimento financeiro limitado representam desafios econômicos significativos.

# economia & história



## O Governo Vargas II e a Crise do Início dos Anos 1950

IVAN COLANGELO SALOMÃO (\*)

Após anos de autoexílio no interior do Rio Grande do Sul, a vitória na eleição de 1950 que consagrou o retorno de Getúlio Vargas à Presidência da República não foi exatamente de Pirro, mas lhe custaria caro. Seu regresso ao Palácio do Catete, contudo, não se deu nos braços do povo, como se imaginava no seio do movimento Queremista. O céu de brigadeiro dos primeiros mandatos havia se transformado em um labirinto repleto de armadilhas<sup>1</sup>, as quais, ao fim e ao cabo, silenciaram o político brasileiro mais popular do século XX.

Vários são os motivos que contribuem para explicar mudanças tão profundas nas possibilidades de ação e condução de política econômica. É verdade que as expectativas eram, de fato, elevadas. O bem-

-estar material e a inclusão social, conquistas dos anos 1930, não só haviam elevado a barra de comparação, como também impuseram novos obstáculos ao processo de industrialização substitutiva de importações.

As novas circunstâncias eram, com efeito, delicadas. A começar pela relação de desconfiança com as Forças Armadas, com as quais Getúlio teve que reconstruir pinguelas de sustentação improvável. Os mesmos generais que o depuseram em 1945 – ou, pelo menos, a mesma indisposição que a caserna nutria em relação ao outrora líder revolucionário – estavam envolvidos no desfecho trágico de 1954. Em segundo lugar, o cenário internacional mostrava-se igualmente adverso. A eclosão da Guerra da

Coreia (1950) antes mesmo da eleição já antevia, e aprofundava, as dificuldades por que passariam as contas externas brasileiras. Nos EUA, a vitória de Dwight Eisenhower em 1952, republicano pouco simpático aos interesses da América Latina, estreitou ainda mais as possibilidades de Vargas exercer suas arquirreconhecidas habilidades diplomáticas.

Por fim, a conjuntura econômica, ainda que não desastrosa, também emitia sinais de que o otimismo do imediato pós-II Guerra já se esvaíra. No final da década de 1940, além da pressão cambial exercida pela escassez de divisas, o recrudescimento inflacionário<sup>2</sup> também se colocava como um óbice relevante para o próximo governo. A impossibilidade política de debelar

a inflação por meio das medidas de austeridade adotadas anteriormente – como o represamento do salário mínimo –, aliada à fixação da taxa de câmbio em níveis valorizados – conforme acordado em Bretton Woods –, manietava ainda mais a equipe econômica no início dos anos 1950.

O governo se deparava, afinal, com o conhecido dilema entre crescimento e estabilização. A primeira opção resultaria em (e também exigiria) aumento das importações de bens de produção, dos gastos públicos e do consumo doméstico. Esses, por sua vez, pressionariam a inflação e reforçariam a fragilidade das contas externas, obstando a dinâmica da industrialização substitutiva de importações, conforme sugeria o modelo cepalino consagrado por Prebisch (1961) e Tavares (1972). Nesse contexto, credibilidade era insumo necessário para enfrentar a turbulência de início de mandato.

A fim de atenuar a desconfiança dos agentes internos e externos, o presidente nomeou Horacio Lafer, um prudente e pragmático empresário paulista, para o Ministério da Fazenda. Ciente de que alguma contração da atividade econômica de curto prazo seria inevitável<sup>3</sup>, Lafer articulou a adoção de uma política econômica parcimoniosa, recorrendo à já conhecida fórmula “Campos Sales-Rodrigues Alves”<sup>4</sup>. Politicamente onerosa, sua efetividade pode ser aferida pelos

resultados alcançados nos dois primeiros anos de governo,<sup>5</sup> quando, em 1952, se registrou o primeiro superávit global desde o final da República Velha (Vianna; Villela, 2016).

Conquanto não tenha reduzido, mas apenas estabilizado a inflação, o ajuste contracionista logrou controlar a demanda agregada. Se comparados a 1950, os investimentos públicos registraram queda de 3% e a participação do governo na formação bruta de capital fixo, de 8%. O superávit fiscal foi atingido tanto pelo aumento da arrecadação tributária da União (de Cr\$ 19,37 bilhões para Cr\$ 23,17 bilhões) quanto pela diminuição das despesas (de Cr\$ 23,67 bilhões para Cr\$ 20,78 bilhões) (Fonseca, 2010). Como consequência, o crescimento do PIB em 1951 foi de 4,9%, redução significativa em comparação aos resultados observados no triênio imediatamente anterior (9,7%, 7,7% e 6,8%).

Parcialmente alcançados os objetivos da fase “Campos Sales”, e sob acirrada pressão política, o governo passou, a partir do segundo semestre de 1952, a abrandar a rigidez da política econômica, especialmente a monetária. Com a expansão do crédito e a liberalização das importações no setor de bens de capital, o investimento respondeu e registrou crescimento significativo. Como resultado, após um quadriênio de taxas elevadas, mas decrescentes (1948-1951), o PIB

se expandiu (7,3%), pressionando ainda mais a balança comercial, que registrou um déficit superior a US\$ 300 milhões em 1952. Além disso, a ampliação das dívidas dos estados, municípios e do Distrito Federal demonstrava que o rigor fiscal estava sendo paulatinamente afrouxado.

Ante tais circunstâncias, a deterioração das contas externas também passou a exigir a adoção de medidas de ajustamento. O otimismo moderado trazido pela instalação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), em julho de 1951, não se concretizou. A promessa de financiamento de projetos de investimento por parte do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e do Export-Import Bank of the United States (EXIM Bank) – da ordem de aproximadamente US\$ 300 milhões – foi abandonada após a eleição de Eisenhower. Além disso, a retração do comércio internacional devido aos desdobramentos da Guerra da Coreia e uma crise no setor de algodão, segundo item mais importante da pauta de exportações brasileira, acentuavam as adversidades.

A primeira tentativa de conter a crise cambial foi levada a cabo no início de 1953, quando da aprovação da chamada Lei do Mercado Livre. Muito embora sua designação sugerisse uma legislação cambial que fortalecesse o livre-mercado de divisas, o diploma abria caminho, na prática, para o

estabelecimento de um sistema de taxas múltiplas de câmbio. Com o objetivo de atrair inversão estrangeira via liberdade cambial e afrouxamento dos critérios para reinvestimentos, a nova legislação cambial procurava se mostrar simpática ao capital internacional. Por outro lado, refletia o propósito industrializante do governo brasileiro, uma vez que mantinha tanto a segmentação das importações por faixas de acordo com a essencialidade dos bens quanto das exportações em categorias conforme o peso do produto na pauta, de modo a incentivar sua diversificação. Na prática, estabelecia-se um sistema de taxas múltiplas de câmbio que buscava compatibilizar o PSI com os limites impostos pelo balanço de pagamentos.

Os resultados, entretanto, foram tímidos, o que contribuiu para agravar a crise cambial e acirrar a crise política entre sindicatos (à esquerda) e a União Democrática Nacional (à direita). A fim de angariar apoios que cada vez mais lhe faltavam, Vargas promoveu, em junho de 1953, uma reforma ministerial na qual nomeou João Goulart no Ministério do Trabalho, Oswaldo Aranha na Fazenda e Marcos de Souza Dantas no Banco do Brasil. Era o início da chamada “virada nacionalista” a que se refere Skidmore (1982), cujo ápice se daria com a campanha “O petróleo é nosso!”.

Buscando atenuar o impasse externo e debelar o recrudescimento inflacionário, a nova equipe econômica lançou, em outubro daquele ano, sua mais importante medida: a Instrução nº 70 da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC)<sup>6</sup>. Formalmente, a norma mantinha o câmbio fixo, mas na prática institucionalizou um sistema de leilão e de taxas múltiplas de câmbio: duas categorias para as exportações (café e demais produtos) e cinco para as importações, de acordo com a sua essencialidade para o processo de substituição de importações. De forma geral, subsidiar-se-iam as importações quanto mais indispensáveis fossem para o PSI, de modo que, quanto mais “essenciais”, menor o ágio acima da taxa oficial a ser pago pelo comprador das divisas.

Evidencia-se a prioridade conferida ao processo de industrialização quando se observa a lista de produtos que compunham cada categoria. As primeiras três correspondiam a insumos industriais, bens intermediários e alguns tipos de maquinários, e absorveram mais de 80% da oferta de cambiais para leilão; já as últimas se destinavam a produtos com similares nacionais.

Para as exportações, pagava-se um bônus sobre a taxa de câmbio oficial, tornando as taxas mais atraentes para o exportador do que as praticadas no mercado livre. A diferença do que era arrecadado

com os ágios e do que era pago de bônus formava a conta “Ágios e Bonificações”, cujo saldo representou uma fonte fundamental de recursos para o governo federal, com a qual se financiou a compra dos estoques de café, além de ter contribuído, no governo JK, para as obras do Plano de Metas e a construção de Brasília.

No curto prazo, os resultados mostraram-se animadores, uma vez que o governo logrou atenuar os efeitos mais prementes da crise cambial. A balança comercial encerrou o ano de 1953 com resultado positivo, contribuindo para que o balanço de pagamentos registrasse um pequeno superávit e invertesse, assim, a tendência do ano anterior. Já a inflação não respondeu como esperado, atingindo cerca de 20% ao final de 1953. Paralelamente, as despesas da União e o crédito concedido pelo Banco do Brasil ao Tesouro Nacional também aumentavam, evidenciando o caráter expansionista das políticas fiscal e monetária do período. A crise econômica se acirrava, assim como as tensões políticas.

A campanha de criação da Petrobras também contribuía para inflamar ainda mais o debate público. A relação ambígua que Vargas manteve com os governos norte-americanos durante seu segundo mandato também foi permeada pelas circunstâncias dessa radicalização. Se as dificuldades por que passavam as contas externas su-

geriam não haver alternativa que não a entrega do setor de óleo a empresas multinacionais, o viés nacionalista do governo impôs-se, viabilizando a criação de uma companhia eminentemente brasileira, estatal e (quase) monopolista, uma vez que se permitiu a atuação de empresas privadas e estrangeiras na comercialização no varejo.

Nesse contexto, a crise política foi se agravando no decorrer de 1953, quando se passou a assistir a diversos movimentos paredistas, como a “Greve dos 300 mil” em São Paulo, a maior e mais conhecida delas. Como forma de aplacar as reivindicações dos sindicatos, o ministro do Trabalho João Goulart propôs a concessão de um aumento de 100% do salário mínimo no início de 1954 (Gomes, 2006). Ainda em fevereiro, o segundo escalão das Forças Armadas publicou o “Manifesto dos Coronéis”, por meio do qual condenava a proposta e exigia a demissão de Goulart. Muito embora tenha recusado a medida num primeiro momento e afastado Goulart de seu gabinete, Vargas encampou sua proposta e, no feriado do Dia do Trabalho (1º de maio), anunciou o mesmo reajuste que dobraria o valor do salário mínimo<sup>7</sup>. Poucos meses depois, o atentado da Rua Tonelero, no qual um funcionário particular do presidente planejou o assassinato de seu principal adversário, o deputado federal Carlos Lacerda (UDN), precipitou os últimos acontecimentos que levariam ao desfecho trágico de agosto.

## 1 Interpretações

Diferentemente da suposta ortodoxia sugerida por Lessa e Fiori (1984) e Vianna (2014), há evidências de que o segundo governo Vargas se caracterizou por um projeto de caráter desenvolvimentista, conforme argumentam, por exemplo, D’Araújo (1982), Draibe (1985), Fonseca (1989, 2003, 2010) e Bastos (2008). De acordo com tal corrente interpretativa, o fato de o governo ter inicialmente cancelado políticas de estabilização visando ao equilíbrio do balanço de pagamentos e ao combate da inflação não autoriza o julgamento metonímico. Nesse contexto de profunda polarização, faz-se ainda mais complexa a tarefa de se aferir uma lógica abstrata à condução da política econômica, a qual não pode ser explicada por uma coerência teleológica; a despeito de sua lógica instrumental, as decisões e escolhas não se subordinam linearmente a ideologias ou modelos teóricos, mas são balizadas pelas contingências conjunturais.

Nesse sentido, além da condução das políticas de curto prazo, mostra-se fundamental a apreciação do aparato institucional pró-desenvolvimento criado ao longo do segundo mandato de Vargas. O primeiro órgão que merece destaque foi a Assessoria Econômica<sup>8</sup>, cuja criação representou uma inovação por delegar à parte da equipe econômica a responsabilidade de planejar o desenvolvimento do país,

antecipando a criação do futuro Ministério do Planejamento no governo João Goulart. A importância dessa instituição pode ser aferida não apenas pelo assessoramento prestado a Getúlio Vargas, mas também pela influência que parte de seus integrantes tiveram na elaboração do mais completo e sistematizado plano econômico até então adotado no país, o Plano de Metas (1956-1961).

Além disso, conceberam-se comissões com finalidades específicas (como de Desenvolvimento Nacional, de Coordenação e Desenvolvimento de Transportes, de Abastecimento e Preços, de Intercâmbio Comercial com o Exterior, e de Revisão de Tarifas Aduaneiras, entre outras) e para propor planos nacionais (para transportes, como tratores, caminhões e automóveis; para energia, como a voltada ao petróleo, à eletrificação e ao carvão). No setor financeiro e de crédito, criaram-se o Banco de Crédito do Amazonas e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), além do BNDE, que, junto com a Petrobras e a Eletrobras, tornar-se-ia um dos órgãos-símbolo do nacional-desenvolvimentismo brasileiro.

A aversão do empresariado e de camadas majoritárias da classe média ao trabalhismo, cujas origens remetiam à legislação social do Estado Novo, amalgamou descontentamentos genuínos e interesses inconfessáveis. A população reclamava direitos legítimos; a

elite golpista articulava a tomada do poder por meio de movimentos escusos.

Inobstante os fundamentos positivos apresentados pela economia brasileira na primeira metade dos anos 1950, o fato é que setores expressivos da sociedade passaram a sonegar o apoio com que Getúlio contara nos mandatos anteriores. O aumento dos preços de determinados itens básicos corroía sua popularidade. A grande imprensa não poupava adjetivos depreciativos. E a oposição barulhenta, que dominava um Parlamento cada vez mais hostil, emoldurava o quadro de dificuldades.

Encurralado e deprimido, o presidente já não exibia a mesma disposição dos tempos de glória. Acuado, o homem público mais poderoso de sua geração não viu alternativa que não desferir um tiro contra o próprio peito.

## Referências

- BASTOS, Pedro Paulo Z. A Construção do nacional-desenvolvimentismo de Getúlio Vargas e a dinâmica de interação entre estado e mercado nos setores de base. **Economia**, v. 7, n. 4, 2006.
- \_\_\_\_\_. Ortodoxia e heterodoxia antes e durante a era Vargas. Contribuições para uma economia política da gestão macroeconômica nos anos 1930. **Economia**, v. 9, n. 4, 2008.
- D'ARAÚJO, Maria Celina. **O segundo governo Vargas, 1951-1954**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982.
- DRAIBE, Sônia. **Rumos e metamorfoses: um estudo sobre a constituição do Estado e as alternativas da industrialização no Brasil, 1930-1960**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- FONSECA, Pedro Cezar D. **Vargas: o capitalismo em construção**. São Paulo: Brasiliense, 1989.
- \_\_\_\_\_. Sobre a intencionalidade da política industrializante no Brasil na década de 1930. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 1, 2003.
- \_\_\_\_\_. Nem ortodoxia nem populismo: o segundo governo Vargas e a economia brasileira. **Tempo**, v. 14, n. 28, 2010.
- \_\_\_\_\_.; MONTEIRO, Sérgio M. M. Credibilidade e populismo no Brasil: a política econômica dos governos Vargas e Goulart. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, 2005.
- GALVÊAS, Ernane. Ernane Galvêas I. **Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil**. Depoimento. Rio de Janeiro: FGV, 1989.
- GOMES, Angela de C. Memórias em disputa: Jango, ministro do trabalho ou dos trabalhadores? In: FERREIRA, Marieta de M. (Org.). **João Goulart: entre a memória e a história**. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2006.
- IBGE. **Estatísticas do século XX**. Disponível em: <https://seculoxx.ibge.gov.br/>. Rio de Janeiro, s.d.
- LESSA, Carlos Frederico T. M. R.; FIORI, José Luís. Houve uma política nacional-populista? In: **Anais do 12º Encontro Nacional de Economia**, São Paulo, 1984.
- LIMA, Marcos C. (Org.). **Os boêmios cívicos**. A assessoria econômico-política de Vargas (1951-54). Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado, 2013.
- PREBISCH, Raul. El falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria. **Boletín Económico de América Latina**, v. 6, n. 1, p. 1-26, 1961.
- SKIDMORE, Thomas E. **Brasil: de Getúlio Vargas a Castelo Branco, 1930-1964**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982.
- TAVARES, Maria da C. de A. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.
- VIANNA, Sérgio B. Duas tentativas de estabilização: 1951-1954. In: ABREU, Marcelo de P. (Org.). **A ordem do progresso**. Dois séculos de política econômica no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- \_\_\_\_\_.; VILLELA, André A. O pós-Guerra (1945-1955). In: GIAMBIAGI, Fabio *et al.* (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2016.

1 O radicalismo da União Democrática Nacional (UDN) já se manifestara durante a eleição, quando o partido reclamou judicialmente a realização de um segundo turno sob o pretexto, ilegítimo, de que a vitória de Vargas não atingira a maioria absoluta, mas apenas 48,7% dos votos.

2 De acordo com o Índice de Preços ao Consumidor do Rio de Janeiro (IPC-RJ), a inflação subiu de 3,4% em 1948 para 9,4% em 1950 (IBGE, s.d.).

3 Na mensagem presidencial enviada ao Congresso Nacional no início de 1951, o governo já reconhecia a importância de se adotar “medidas rigorosas de compressão de despesas” e de aumentar sua arrecadação,

declaração encontrada em diversos pronunciamentos presidenciais de 1951 (Fonseca, 1989).

- 4 Trata-se de estratégia havia muito utilizada por mandatários que se veem compelidos a adotar uma primeira etapa de “saneamento”, na qual se busca o equilíbrio fiscal em detrimento do crescimento de curto prazo. Em seguida, incentivar-se-ia a expansão da demanda, estabelecendo-se, assim, um equilíbrio delicado entre o viés pró-estabilização dominante na equipe econômica, sem abandonar, porém, as promessas de desenvolvimento colocadas durante a campanha eleitoral (Fonseca; Monteiro, 2005).
- 5 Tal fato fragiliza a tese de que teria se tratado de um governo “populista”, uma vez que, de acordo os modelos consagrados na literatura, a primeira fase do populismo econômico se caracteriza pela adoção de medidas abertamente pró-crescimento e redistributivas, as quais ignorariam a estabilidade (Fonseca, 2010).
- 6 A SUMOC havia sido criada ainda no primeiro governo Vargas, em fevereiro de 1945. Entre as principais atribuições do órgão constavam a de “orientar a política de câmbio e as operações bancárias, estabelecer limites para as taxas de juros e taxas de redesconto, tratar diretamente com o Tesouro Nacional da emissão de papel-moeda, negociar títulos do Governo Federal, e outras mais que lhe conferiam o caráter de “embrião do Banco Central” (Galvêas, 1989, p. 7).
- 7 Vale destacar que, além do reajuste salarial, Vargas anunciou uma série de outras medidas na área trabalhista naquele 1º de maio de 1954, tais como: (1) benefícios previdenciários a várias categorias de trabalhadores e seus dependentes, inclusive profissionais liberais autônomos, domésticas e trabalhadores rurais; (2) extensão, a estes últimos, por meio da Carteira do Trabalhador Rural, de estabilidade, duração de jornada de trabalho e proteção ao trabalho da mulher e do menor; (3) fim do limite do valor das pensões, tornando-as proporcionais aos salários; (4) aposentadoria aos 55 anos de idade para atividades “penosas e insalubres”; (5) criação do auxílio-matrimônio; e, finalmente, (6) participação dos trabalhadores na gestão dos institutos de aposentadorias e pensões (Fonseca, 2010).
- 8 Diretamente ligada à Presidência da República, a Assessoria Econômica deveria pensar o longo prazo e elaborar projetos de desenvolvimento para o país, mormente voltados à industrialização e à infraestrutura. Nela constavam nomes comprometidos com tal propósito, como Rômulo de Almeida (ex-assessor de entidades industriais, a quem coube a chefia), Ignacio Rangel, Jesus Soares Pereira, João Neiva de Figueiredo, Cleanto de Paiva Leite e Tomás Pompeu Acioli Borges. Sobre a Assessoria Econômica, ver Lima (2013).

*(\*) Professor do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo (FEA/USP) e membro do Hermes & Clío, grupo de pesquisa em História Econômica. (E-mail: ivansaloma@usp.br).*

## As Origens da CEPAL e a Interpretação Inaugural do Subdesenvolvimento Latino-Americano

MARCOS TAROCO RESENDE (\*)

A relevância dos episódios históricos só pode ser plenamente compreendida a uma certa distância temporal. Por isso, é comum que acontecimentos e iniciativas sejam subestimados ou ignorados em suas épocas, especialmente quando são precedidos de experiências similares com resultados frustrantes. Esse parece ser o caso da criação da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) em 1948. Nos decênios seguintes, os economistas da CEPAL e as categorias analíticas formuladas por eles exerceriam enorme impacto sobre várias gerações de economistas, cientistas sociais, políticos e *policy-makers* da América Latina. Se a influência posterior das ideias e propostas cepalinas demonstrariam a importância daquela iniciativa, aparentemente inócua, o domínio que as ideias formuladas na CEPAL alcançaram no debate econômico latino-americano logo em sua primeira década de funcionamento não deve obscurecer as incertezas, pressões e conflitos que rodearam sua criação e seus primeiros anos.

A primeira metade do século XX foi um período traumático para a economia mundial: duas guerras mundiais, a ascensão do nazismo

e do fascismo, hiperinflações, colapso do padrão-ouro, uma crise de proporções globais e desemprego em massa. Foi, sem dúvida, aquilo que Hobsbawm (1995) definiu com precisão, uma “Era da Catástrofe”. Suas consequências devastadoras não foram menos sentidas na América Latina. Não foram poucas as vezes em que, amarrados pelo padrão-ouro, os países da região enfrentaram instabilidades de ordens comercial, fiscal, financeira e creditícia. Também sentiram com toda força os impactos das flutuações dos preços internacionais, em particular após a eclosão da Grande Depressão. Mesmo durante os momentos mais críticos do último conflito global, continuaram abastecendo os mercados dos países industrializados com alimentos e matérias-primas, vendidos a preços fixos e muitas vezes desvantajosos.

Em meio às expectativas geradas com o fim da Segunda Guerra Mundial, os interesses dos países latino-americanos não foram contemplados. A precipitação do início da Guerra Fria fez com que se privilegiassem as áreas mais suscetíveis à ameaça comunista: Europa, principalmente sua parte

Oriental, e Ásia. Para além do Plano Marshall e do amplo financiamento da reconstrução japonesa, o Conselho Econômico e Social da Organização das Nações Unidas (ONU) estabeleceu em março de 1947 a criação de duas comissões regionais para essas áreas: a Comissão Econômica para a Europa (UNECE) e a Comissão Econômica para a Ásia e o Extremo Oriente (ECAFE). Não havendo um Plano Marshall para a América Latina, ficava claro que a região ficara de fora das prioridades imediatas (Hodara, 1987).

Em função dos descontentamentos dos governos latino-americanos e das ações de diplomatas latino-americanos habilitados, como o advogado chileno Hernán Santa Cruz – que hoje dá nome à biblioteca da sede da instituição em Santiago – o Conselho Econômico e Social das Nações Unidas criou, no dia 11 de agosto de 1947, um grupo de trabalho para discutir a possibilidade de criação de uma comissão regional voltada à região latino-americana. Composta por representantes de países latino-americanos (Chile, Cuba, Venezuela e Peru) e outros fora da região (China, Estados Unidos e Líbano) e liderados por Hernán Santa Cruz, o

relatório produzido pela comissão especial equiparou os problemas enfrentados pelos países da América Latina àqueles que resultaram na criação das outras duas comissões regionais: as pressões sobre a infraestrutura causadas pela guerra, os inúmeros problemas econômicos que precisam de assistência internacional e as maiores dificuldades de se repor os equipamentos e bens de capital. Conforme Hodara (1987) e Fajardo (2022), a estratégia argumentativa foi equiparar “reconstrução econômica” à necessidade de “desenvolvimento econômico”, que passava pela reativação do comércio internacional.

A despeito da habilidade política e discursiva de Hernán Santa Cruz, houve resistências por parte de vários países no Conselho Econômico e Social. Nova Zelândia e Canadá recusaram o recorte geográfico, enfatizando a universalidade do processo de reconstrução. A França apontou um possível ferimento do multilateralismo. Já a União Soviética se opôs argumentando que os problemas acarretados pela guerra na América Latina não eram análogos às situações da Europa e da Ásia e que a iniciativa só servia para fortalecer o imperialismo. A condenação mais enfática veio dos Estados Unidos sob a justificativa de que a criação da comissão regional representaria uma duplicidade de funções, uma vez que a América Latina já tinha uma instituição (no âmbito de sua órbita de influência), a Organização dos Estados Ameri-

canos (antiga União Panamericana), que se dedicava aos problemas econômicos da região (Hodara, 1987).

Em outra reunião, realizada no dia 25 de fevereiro de 1948, o Conselho Econômico e Social da ONU estabeleceu oficialmente, por meio da Resolução 106, a criação da CEPAL. Enquanto a União Soviética apoiou a iniciativa com certa relutância, o apoio da França foi acompanhado de um reconhecimento explícito dos efeitos da guerra sobre as economias latino-americanas. Apesar da aprovação, os entraves com os Estados Unidos seguiram. Ao lado do Canadá, os Estados Unidos se abstiveram do voto (Fajardo, 2022). Para enfrentar essa situação, houve uma espécie de solução de compromisso. De um lado, os Estados Unidos se tornaram um estado-membro da CEPAL juntamente dos países latino-americanos e dos países europeus que possuíam territórios na região (França, Países Baixos e Reino Unido). De outro, a criação da CEPAL ocorreu de maneira provisória, devendo ser ratificada após três anos de atividade da Comissão.

Foi somente no Quarto Período de Sessões da CEPAL, realizado na Cidade do México em maio de 1951 – dois anos após a publicação do “manifesto latino-americano” de Raúl Prebisch (1949) – que o caráter permanente da CEPAL foi definido, sendo integrada definitivamente à estrutura das Nações

Unidas. Entretanto, como bem observa Hodara (1987), essa ratificação não foi pacífica e tampouco consensual. Como contextualiza Gonçalves (2011), nessa reunião as delegações dos países membros da CEPAL deveriam produzir um relatório recomendando a continuidade ou a interrupção dos trabalhos da instituição, que seria submetido ao Conselho Econômico e Social. Inicialmente, somente o governo chileno de Gabriel González Videla tinha demonstrado um apoio enfático e irrestrito. Enquanto o governo mexicano possuía posições ambíguas, a Argentina tinha sérias reservas, para dizer o mínimo, em relação à figura de Raúl Prebisch. Getúlio Vargas exerceu um papel fundamental no convencimento das demais delegações, incluindo a dos EUA, sobre a importância da CEPAL para o enfrentamento dos problemas latino-americanos, encaminhando assim, a decisão de recomendação pela sua continuidade (Hodara, 1987).

Em meio à imprevisibilidade em torno da criação e manutenção da CEPAL, a instituição começara a se organizar em Santiago com a ajuda do governo chileno. Em 1948, Gustavo Martínez Cabanas, economista mexicano, foi nomeado como o primeiro Secretário Executivo da CEPAL, cargo que ocuparia até abril de 1950. No ano seguinte, Raúl Prebisch, que assumiria o posto de Cabañas, é contratado como consultor da instituição. Em uma das suas primeiras tarefas,

Prebisch escreveu, como introdução do *Estudo Econômico de América Latina* de 1948, o famoso *El desarrollo de América Latina y sus principales problemas*, o qual apresentou no Segundo Período de Sessões da CEPAL, realizado em Havana em 1949. Embora haja discussão sobre se Prebisch, como ele próprio afirma, era ortodoxo em sua juventude (Medeiros; Curi, 2023), existe um consenso de que sua experiência como Diretor-Geral do Banco Central da Argentina – entre 1935, ano em que fundou a instituição, e 1943, quando a deixou por desentendimentos com o presidente Juan Domingo Perón – contribuiu significativamente para o aprofundamento de suas críticas à teoria neoclássica.

Prebisch lidou, na prática, com os severos desafios impostos pela subordinação da América Latina na divisão internacional do trabalho. Para os típicos problemas que acometiam outras economias latino-americanas, como queda dos preços dos bens exportados pelo país, desequilíbrios comerciais e problemas de acesso a financiamento externo, o economista argentino teve que instituir políticas que se tornariam comuns na América Latina nas décadas seguintes, como instituição de taxas alfandegárias, controles quantitativos de importações, alterações de regimes cambiais e renegociações da dívida externa (Love, 1996). Essa experiência foi fundamental para que pudesse expressar os anseios e as

demandas dos países latino-americanos pela sua própria “reconstrução econômica” em um texto que se tornaria a pedra angular do estruturalismo latino-americano.

Prebisch (1949) atrela as origens do subdesenvolvimento latino-americano à forma pela qual os países da América Latina historicamente se inseriram na divisão internacional do trabalho: como países primário-exportadores, isto é, especializados na produção e exportação de alimentos e matérias-primas e importadores de produtos industrializados. Em referência a essa função ocupada pelos países da América Latina, Prebisch os categoriza como pertencendo à periferia do sistema econômico internacional, enquanto os países industrializados compunham o “centro”, que determina o funcionamento e a distribuição dos ganhos do comércio.

Por trás do seu esquema centro-periferia se encontra uma severa crítica às teorias neoclássicas do comércio exterior, segundo as quais a especialização, em um contexto de livre-comércio, permite com que o aumento do progresso técnico seja distribuído de forma equitativa para todos os países. Dessa forma, não haveria motivos que justificassem a industrialização na América Latina, uma vez que os ganhos da maior produtividade dos países industrializados seriam transferidos para os países primário-exportadores, seja por

meio da diminuição dos preços dos bens importados ou pelo aumento da renda desses países. Uma implicação dessa concepção é que, no longo prazo, os termos de intercâmbio (a relação entre os preços dos produtos primários e o preço dos produtos industrializados) deveriam aumentar. Mobilizando dados da Câmara de Comércio de Londres, Prebisch constatou que entre 1876 e 1947 ocorreu justamente o contrário: os termos de troca evoluíram desfavoravelmente aos produtos exportados pela América Latina. Essa deterioração secular dos termos de troca significava que, como eram os preços dos produtos primários que estavam abaixando, os países periféricos estavam transferindo parte de seu escasso progresso técnico para os países centrais (Rodríguez, 2009).

Uma das explicações centrais desse fenômeno se relacionava com as formas específicas pelas quais os ciclos econômicos ocorriam no centro e na periferia. Embora os termos de troca se tornassem favoráveis à periferia nos momentos de expansão, eles diminuía abruptamente nas fases de depressão, em uma proporção maior do que a alta anterior. Esse comportamento se devia às especificidades da estrutura produtiva em cada polo do sistema. Ao contrário das economias centrais – onde a estrutura produtiva era concentrada e existiam sindicatos fortes, possibilitando a defesa da remuneração dos empresários e dos salários

dos trabalhadores – na periferia a desorganização e atomização da estrutura produtiva, o excesso de mão de obra e a débil organização dos trabalhadores faziam com que a contratação da renda e dos salários fosse maior. Em suma, na visão de Prebisch, a periferia não possuía os mecanismos de defesa de renda e salários do centro, o que possibilitava que os preços dos produtos primários se contraíssem de forma mais aguada, absorvendo grande parte das pressões que vem do centro (Rodríguez, 2009).

As ideias formuladas por Prebisch se tornaram as bases de sustentação da CEPAL, a partir das quais vários outros economistas, como por exemplo, Celso Furtado, Aníbal Pinto, Jorge Ahumada, Osvaldo Sunkel, Noyola Vázquez e Victor Urquidi, aprofundaram a análise das vicissitudes do subdesenvolvimento latino-americano. Durante a década de 1950, os economistas cepalinos formularam diversos outros conceitos e interpretações sobre a estrutura produtiva da América Latina – por exemplo, subemprego, inelasticidade da oferta agrícola, inflação estrutural – que serviram não somente à compreensão do subdesenvolvimento, mas como subsídio à ação sobre o fenômeno. A mensagem cepalina era clara: era preciso ir além da “industrialização espontânea” surgida como resposta às circuns-

tâncias das restrições de comércio exterior, e trilhar uma industrialização deliberada que deveria ser planejada pelo Estado (Bielschowsky, 2020).

Mesmo após sua integração oficial ao Sistema das Nações Unidas em 1951, a existência e as ideias produzidas pela instituição foram questionadas de múltiplas formas. Como mostra Pollock (1978), os Estados Unidos criticaram durante toda a década de 1950 o funcionamento e a “Doutrina da CEPAL”. Do ponto de vista do governo americano, a Comissão não estava totalmente alinhada aos esforços da Guerra Fria e poderia servir para a reprodução de hostilidades dos países da região contra os EUA. Ademais, suas ideias eram vistas como infundadas pela academia estadunidense e perigosas pelos homens de negócios, devido ao temor de que a ênfase no processo de substituição de importações impactasse as exportações das manufaturas dos Estados Unidos e afetasse o estímulo à entrada de capitais das firmas norte-americanas.

O contraste entre as incertezas em meio à sua criação e continuidade e a força das suas ideias durante a década de 1950 evidenciam a complexidade e as nuances da história da instituição e de suas ideias econômicas. Pressões políticas e institucionais ao redor das origens

e ideias inaugurais da CEPAL não constituíram episódios isolados, ao contrário, se tornariam uma marca persistente que acompanharia toda a trajetória da Comissão nas décadas seguintes. Antigas e novas pressões, oriundas do exterior e/ou da América Latina, se imbricariam criando cenários complexos e influenciando as mudanças do pensamento econômico da Comissão.

## Referências

- BIELSCHOWSKY, Ricardo. Do “manifesto latino-americano” de Raul Prebisch aos dias de hoje: 70 anos de estruturalismo na Cepal. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, n. 1, p. 1-25, e202411, 2020.
- CARDOSO, Fernando Henrique. The originality of a copy: CEPAL and the idea of development. **CEPAL Review**, n. 4, p.7-40, 1977.
- FAJARDO, Margarita. **The World that Latin America created: the United Nations economic commission for Latin America in the development era**. Cambridge; London: Harvard University Press, 2022.
- GONÇALVES, Luiz Eduardo Fonseca de Carvalho. **As relações CEPAL-Brasil (1947-1964)**. Brasília: Ministério das Relações Exteriores, 2011.
- HOBBSAWM, Eric. **A era dos extremos: o breve Século XX: 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- HODARA, Joseph. **Prebisch y la Cepal: sustancia, trayectoria y contexto institucional**. 1ª ed. Ciudad de México: El Colegio de México, 1987.
- LOVE, Joseph. Economic ideas and ideologies in Latin America since 1930. In: BETHELL,

Leslie (org.). **Ideas and ideologies in twentieth century Latin America**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

MEDEIROS, Fágner João Maia; CURI, Luiz Felipe Bruzzi. The young Raúl Prebisch and his 1919 translation of Adolph Wagner: clues to a relativist critique. **CEPAL Review**, n. 140, p. 145-164, 2023.

POLLOCK, David H. Some changes in United States attitudes towards CEPAL over the past 30 years. **CEPAL Review**, p. 57-80, 1978.

PREBISCH, Raúl. **El desarrollo de América Latina y sus principales problemas**. Santiago de Chile: CEPAL, 1949.

RODRÍGUEZ, Octavio. **O estruturalismo latino-americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

*(\*) Pesquisador de pós-doutorado e doutor em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (Cedeplar/UFMG). Editor adjunto das revistas História Econômica & História de Empresas (ABPHE), Revista de Economia (UFPR) e Análise Econômica (UFGRS) e membro do grupo de pesquisa Hermes & Clío da FEA/USP. (E-mail: marcostaroco07@hotmail.com).*