

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CAROLINA ORIND MUYLAERT

**LIMITES E DESAFIOS DA NOVA ERA DO BANCO CENTRAL PARA SUPERAR A
CRISE DA COVID-19 NO BRASIL**

Rio de Janeiro

2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CAROLINA ORIND MUYLAERT

**LIMITES E DESAFIOS DA NOVA ERA DO BANCO CENTRAL PARA SUPERAR A
CRISE DA COVID-19 NO BRASIL**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula

Coorientador: Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2021

CAROLINA ORIND MUYLAERT

**LIMITES E DESAFIOS DA NOVA ERA DO BANCO CENTRAL PARA SUPERAR A
CRISE DA COVID-19 NO BRASIL**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 21 de outubro de 2021

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula – Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Coorientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. João Sicsú
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof^a. Dr^a. Miriam Oliveira Portugues
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

AGRADECIMENTOS

O presente trabalho reúne esforço conjunto e a colaboração de diversas pessoas a minha volta, seja direta ou indiretamente. A pós-graduação no Brasil é um privilégio do qual eu pude fazer parte e eu não poderia deixar de agradecer as pessoas que, de certa forma, participaram da minha trajetória.

Aos meus pais Vitoria Orind e Ronaldo Muylaert, pelas oportunidades proporcionadas e por terem se doado tanto para que eu pudesse concluir a minha formação. Vocês são os meus exemplos de incentivo, determinação e confiança. À minha irmã Marina Muylaert, pelo apoio e companheirismo desde que eu me entendo por gente.

Aos meus orientadores, Luiz Fernando de Paula e Norberto Martins, pela troca generosa e pelo tempo dispendido em reuniões. Vocês me forneceram o norte da pesquisa e me auxiliaram ao longo de todo o processo, inclusive durante bloqueios ocasionais. Também agradeço aos professores do IE, responsáveis pela minha formação e sempre muito solícitos.

Às instituições públicas de forma geral, em especial à UFF e à UFRJ, que abriram a minha mente e mostraram a importância de um ensino público de qualidade. Foram mais de seis anos fazendo desses lugares a minha segunda casa; ambientes acolhedores e de crescimento pessoal e profissional.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), por continuarem a acreditar na pesquisa acadêmica brasileira apesar das tentativas de desmonte na educação, agradeço imensamente pelo financiamento da bolsa; suporte essencial para muitos de nós.

Aos meus amigos de turma, por todo suporte e intensas trocas ao longo da experiência acadêmica. A João Paulo Duarte, Maria Christina Torres, Ledson Gomes, Fernanda Almeida, Michelle Malher, Kethelyn Ferreira e Mateus Maciel, que tornaram os dias na faculdade mais agradáveis e repletos de conhecimento acadêmico e pessoal.

Por fim, às amizades eternas que eu tenho o prazer de manter ao meu lado há mais de dez anos: Thaís Stilck, Rachel Ventura e Alessandra Cid, vocês sempre estiveram comigo e essa é mais uma conquista que alcançamos; sempre juntas.

RESUMO

Desde 1990, a política econômica brasileira segue as recomendações do novo consenso macroeconômico, principalmente no âmbito da política monetária. Pautada no regime de metas de inflação, a escola defende regras monetárias bem definidas para as taxas de juros e admite papel secundário à política fiscal. No entanto, em momentos de extrema instabilidade como no caso da crise do *subprime*, as medidas do novo consenso mostraram-se insuficientes para contornar o cenário de colapso e sustentar os níveis de demanda agregada. A nova tentativa de “ruptura” com o modelo anterior gerou o que ficara conhecido como política monetária não convencional. Com um leque de instrumentais mais amplo, as medidas de caráter anticíclico revelaram-se capazes de retomar a atividade econômica mundial. Passados quase quinze anos, o mundo se deparou em 2020 com nova crise sistêmica: a pandemia da covid-19. Com origem predominantemente sanitária e econômica, a crise do coronavírus afetou a vida das pessoas em proporções devastadoras e atingiu a economia tanto no lado da oferta como da demanda agregada. A rápida propagação do vírus exigiu acertadas medidas de isolamento, de forma que muitas pessoas ficaram impossibilitadas de se deslocarem aos seus postos de trabalho, empresas apresentaram quedas nas suas produções e os setores de comércio e serviços sofreram impactos significativos. Paralelamente, a incerteza gerada contaminou os níveis de consumo e investimento, tendo em vista a restrição nos orçamentos das famílias e a interrupção nos fluxos de caixa das empresas. Nessa linha, os desdobramentos da crise exigiram a rápida mobilização do governo federal brasileiro e do seu Banco Central por meio de medidas anticíclicas de cunho pós-keynesiano. No âmbito federal, foram instituídos inúmeros programas emergenciais de manutenção de emprego e renda, com destaque ao auxílio emergencial, importante política de transferência de renda. Já a autoridade monetária realizou ações tempestivas de liberação de liquidez e capital, além de reduzir a taxa de juros básica da economia e instaurar linhas de crédito a taxas menos punitivas. Em conjunto, as medidas atingiram positivamente as famílias mais vulneráveis e as empresas mais fragilizadas de micro e pequeno portes, de modo que o país apresentou queda na atividade econômica mais branda do que o esperado. Entretanto, devido a alguns limites operacionais dos programas, assim como a redução das políticas anticíclicas em 2021, a recuperação econômica ficou prejudicada. Dessa forma, muitas famílias e empresas de menor porte se viram em situação de desamparo devido a nova condução de política contracionista, que contou com a interrupção de alguns programas federais e o aumento das taxas de juros básica. Com isso, tanto o governo federal como o Banco Central enfrentarão desafios para reverter o quadro de recessão instaurado.

Palavras-chave: covid-19, política monetária, pós-keynesianos.

ABSTRACT

Since 1990, Brazilian economic policy has followed the recommendations of the new consensus in macroeconomics, especially for the monetary policy. Based on the inflation targeting regime, the school defends well-defined monetary rules for interest rates and admits only a secondary role to fiscal policy. However, at extremely instable moments as the subprime crisis, measures of the new consensus were insufficient to overcome the collapse scenario and maintain the levels of aggregate demand. The new attempt to “break” the former model resulted in the so called unconventional monetary politics. With more options available, the counter-cyclical measures unfolded were able to recover the world’s economic activity. After almost 15 years, the world faced in 2020 a new systemic crisis caused by the covid-19 pandemic. With a mostly sanitary and economic origin, the coronavirus enormously affected population’s lives and hit the economy in both aggregate offer and demand. The virus’ quick spread demanded well imposed isolation laws, turning it impossible for several workers to reach their working stations, causing production and sales loss in many industries and businesses. At the same time, uncertainty caused by the virus affected consumption and investment levels because of the household budget constraint and interruption of the companies’ cash flows. Therefore, the unfolding of the crisis required the swift mobilization of the Brazilian federal government and its Central Bank through post-Keynesian counter-cyclical policies. At the federal level, several emergency programs were instituted to maintain employment and income, with emphasis on emergency aid, an important income transfer policy. On the other hand, the monetary authority carried out appropriate actions to guarantee liquidity and capital to markets, in addition to reducing the economy's basic interest rate and establishing credit lines at less punitive rates. The measures taken together positively affected the most vulnerable families and the micro and small enterprises, so that the country showed a milder fall in economic activity than expected. However, due to some operational limits in the scope of the programs, as well as the reduction of counter-cyclical policies in 2021, the economic recovery was hampered. Thus, many families and smaller companies found themselves in a situation of extreme restriction due to the new conduct of a contractionary policy, which included the interruption of some federal programs and the increase in basic interest rates. Finally, both the federal government and the Central Bank will face challenges to revert the established recession scenario.

Key words: covid-19, monetary policy, post-keynesians.

SUMÁRIO

Introdução	8
Capítulo 1 – Política econômica e crise: do Novo Consenso Macroeconômico à interpretação teórica pós-keynesiana	12
1.1 A política econômica no Novo Consenso Macroeconômico	12
1.1.1 Fundamentação teórica	13
1.1.2 A prescrição de política econômica no NCM	16
1.1.3 A imposição da realidade: a crise de 2008 e as políticas monetárias não convencionais	21
1.1.4 Síntese	27
1.2 A política econômica sob a perspectiva pós-keynesiana	28
1.2.1 Fundamentação teórica	28
1.2.2 A política econômica em economias monetárias de produção	32
1.2.3 A visão minskyana como extensão do núcleo pós-keynesiano	37
1.2.4 Síntese	45
1.3 Síntese	46
Capítulo 2. Pandemia da covid-19 no Brasil: A crise econômica e sanitária	47
2.1 Breve relato dos efeitos da covid-19 no cenário mundial e na economia brasileira	47
2.2 As políticas do governo federal e do Banco Central do Brasil em 2020	60
2.2.1 As medidas fiscais	61
2.2.2 As medidas do Banco Central do Brasil	63
2.2.3 Outros programas do governo federal em 2020	73
2.3 As políticas do governo federal e do BCB no primeiro semestre de 2021	76
2.4 Síntese	79
Capítulo 3 - Avaliação da política monetária, creditícia e dos programas do governo federal no Brasil após a crise da covid-19	81
3.1 Efeitos sobre os preços dos ativos, taxas de juros e curva de rendimento	81
3.2 Efeitos sobre o mercado de crédito, inadimplência das empresas e endividamento das famílias	91
3.3 Efeitos sobre a demanda agregada, a renda e o emprego	103
3.4 Síntese	112
Conclusão	114
Referências Bibliográficas	119

Introdução

A crise da covid-19 atingiu proporções globais e afetou, ainda que indiretamente, a vida de bilhões de pessoas. Com a disseminação da pandemia, a economia mundial apresentou um cenário de intensa incerteza e consequente esgotamento dos níveis de demanda agregada. O Brasil não ficou imune às consequências da crise e mobilizou a ação imediata do Tesouro e do seu banco central para amenizar os impactos negativos na vida das pessoas e na economia.

Diferentemente de outras crises históricas, a pandemia teve natureza sanitária e econômica e, por isso, representou um choque recessivo tanto na oferta como na demanda agregada (BIS, 2020; GEORGIEVA, 2020). De forma geral, a natureza do duplo choque advém dos impactos recessivos gerados pelo ambiente de incerteza e aversão ao risco associados à necessidade de medidas de isolamento social.

Por um lado, a contaminação intensa pelo vírus combinada ao elevado índice de internacionalização ameaçou os sistemas de saúde. Paralelamente, as medidas de isolamento dificultaram o deslocamento da mão-de-obra para os locais de trabalho e por conta das restrições nos comércios e serviços não essenciais houve também uma redução da oferta de emprego. Assim sendo, as interrupções nas cadeias produtivas, nos fluxos comerciais e a realocação dos ativos internacionais despertaram o receio nos agentes de um iminente colapso econômico.

No que tange à demanda agregada, em momentos de incerteza como o da pandemia, o consumo e o investimento tendem a cair bruscamente, alimentando uma queda posterior na renda e no padrão de vida dos indivíduos, numa espécie de ciclo vicioso. Ou seja, as posições conservadoras adotadas por famílias, empresas e instituições financeiras frente à incerteza resultaram na queda brusca da atividade econômica.

Mais ainda, a covid-19 diferiu da crise de 2008 e não teve origem com um colapso do sistema financeiro, mas sim no lado real da economia. Não houve, portanto, uma crise tipicamente *minskyana*, cuja fase de prolongada prosperidade reduz as margens de segurança dos agentes e posteriormente provoca o colapso do sistema financeiro devido à reversão no crescimento. Com efeito, a transmissão da pandemia para o mercado financeiro ocorreu por meio da deterioração nas receitas das firmas e famílias, o que no pior dos cenários poderia culminar na insolvência dos agentes, ainda que seus níveis de

endividamento estivessem relativamente baixos na partida (BURLAMAQUI, TORRES FILHO, 2020).

Nesse cenário, estudos como os do BIS (2020), do IMF (2020) e do World Bank (2020) defendem que a atuação dos governos por meio dos seus bancos centrais (BCs) é imprescindível para garantir o bom funcionamento do mercado de crédito e impedir o colapso financeiro. Tendo em vista a experiência passada da Grande Recessão de 2008, os governos puderam agir de maneira ágil e dispuseram de inúmeras medidas consideradas não convencionais e que contrapõem as diretrizes do *mainstream* para política fiscal e monetária. Em linhas gerais, isso foi possível porque a crise do *subprime* ameaçou uma ruptura com o modelo do novo consenso macroeconômico (NCM) vigente desde a década de 1990.

Até então, o foco do NCM consistia nas escolhas de política monetária (PM), cujo objetivo era estabelecer uma meta de inflação estável alcançada por meio da Regra de Taylor para fixação das taxas de juros¹. O respaldo teórico era a crença de que as políticas das autoridades monetárias projetavam mudanças nas taxas de juros reais e produziam efeitos previsíveis no produto e na inflação no curto prazo. Com isso, a PM era utilizada de forma a garantir a estabilidade de preços, com o uso da taxa de juros de curto prazo como variável operacional (BLANCHARD, 1997; ARESTIS; SAWYER, 2008; MISHKIN, 2011).

No entanto, a recessão de 2008 colocou em xeque as ferramentas tradicionais de política monetária e modificou as orientações de tais políticas. Nessa linha, os bancos centrais das principais economias optaram por uma nova abordagem para superar a crise financeira e introduziram um leque de políticas monetárias não convencionais (MATTOS ET AL., 2019). Na época, esperando uma recuperação mais acelerada da economia, as taxas de juros nominais foram reduzidas a patamares próximos ou iguais a zero, ao passo que as políticas de crédito e de quase-débito foram usadas em larga escala.

Assim como na crise do *subprime*, a atual pandemia demandou intervenções governamentais intensas, sobretudo por meio de políticas expansionistas que contaram com transferências, subsídios, estímulos da oferta de crédito e programas de renda às empresas e famílias em situações de vulnerabilidade. Quanto à política monetária, os

¹ O modelo parte da premissa básica de que a política monetária deve estabelecer um regime de metas de inflação (RMI), cujo foco é atingir a estabilidade econômica via taxa de juros para o controle inflacionário.

bancos centrais tempestivamente lançaram mão de um amplo arsenal de políticas não-convencionais, com o objetivo de evitar que a crise se transformasse numa crise financeira (DE PAULA; SARAIVA, 2020). Como salientam De Paula e Coelho (2020), essas medidas muito diferem da agenda liberal implantada nos últimos anos e pertencem ao leque das políticas consideradas heterodoxas.

O presente trabalho tem como foco a atuação dos bancos centrais, em especial, a adoção de instrumentos não convencionais para reverter o quadro de crise econômica. Na prática, estudos como os do BCB (2020; 2021), do BIS (2020) e do IMF (2020) mostram que essa gama de medidas se tornou bastante presente e comum. Assim sendo, é importante discutir a teoria das políticas heterodoxas, com destaque para a política monetária não convencional, que permeia a nova diretriz dos bancos centrais em um cenário de arrefecimento geral da demanda agregada causada pela covid-19.

O objetivo geral dessa dissertação é analisar as principais ações de política econômica do governo brasileiro durante a pandemia de covid-19, com enfoque na política monetária do BCB, entre o primeiro trimestre de 2020 e o primeiro semestre de 2021. Mais especificamente, busca-se descrever e analisar os efeitos dos instrumentos utilizados pela autoridade monetária brasileira no período. A autarquia reduziu a taxa básica de juros, reduziu as alíquotas de compulsório e utilizou medidas de assistência à liquidez e liberação de capital, cujo objetivo fora normalizar o mercado financeiro e viabilizar o funcionamento do mercado de crédito. Além disso o governo brasileiro criou linhas de crédito direcionadas amparadas por garantias públicas para firmas, em especial, empresas de pequeno e médio porte.

Analisa-se criticamente os resultados e os limites enfrentados no que as políticas se propuseram, a partir dos seguintes recortes: (i) injetar liquidez no mercado; (ii) garantir o bom funcionamento do sistema financeiro e do mercado de crédito; (iii) impedir a desvalorização abrupta no preço dos ativos; (iv) evitar a quebra de inúmeras empresas de micro e pequeno porte; e (v) garantir renda mínima para impedir maior interrupção na renda das famílias (BCB, 2020; IMF, 2020). A hipótese do trabalho é que as medidas adotadas pelo BCB foram eficazes para assegurar os cinco resultados almejados, tal como descritos acima.

A metodologia empregada no trabalho combina diferentes esforços de pesquisa. Primeiramente, realiza-se uma resenha teórica acerca das prescrições de política econômica do *mainstream*, a partir das contribuições associadas ao Novo Consenso

Macroeconômica, contrapondo-a às discussões da corrente pós-keynesiana, com especial foco na política monetária e no emprego de instrumentos não-convencionais.

Mais ainda, dá-se particular ênfase na revisão da literatura pós-keynesiana e dos pressupostos que orientam as diretrizes de política econômica heterodoxa, com especial enfoque na oferta de crédito e no sistema financeiro em momentos de recessão (MINSKY, 1967; 1986; 1992; KEYNES, 1936; DAVIDSON, 2011; MEHRLING, 1999; WRAY, 2016).

Em segundo lugar, a descrição das medidas para enfrentamento da crise da covid-19 pelo Banco Central do Brasil e pelo governo brasileiro terá como referência um extenso levantamento de fontes primárias, incluindo a legislação e normais infralegais, como resoluções, circulares e/ou instruções normativas, editadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo BCB. De forma complementar, serão utilizados artigos de jornal e revistas especializadas.

Por fim, o trabalho irá analisar estatísticas descritivas das principais medidas implantadas pelo governo e pela autoridade monetária e de seus impactos. Dado o período relativamente curto de tempo da análise, optou-se por focar em estatísticas descritivas ao invés de um exercício econométrico. Assim, o trabalho irá explorar via observações e base de dados os efeitos preliminares de contenção à crise no lado monetário (grau de liquidez, curva de rendimento, preços dos ativos) e real (mercado de trabalho e renda das famílias). Essa análise é crucial para interpretar os efeitos e diagnosticar possíveis limites e/ou deficiências enfrentadas pelo banco central e governo federal à luz da hipótese levantada.

A dissertação está dividida da seguinte forma. O Capítulo 1 retrata a política econômica no Novo Consenso Macroeconômico e na economia pós-keynesiana. Busca-se contrapor as diferentes recomendações de políticas, especialmente em momentos de crise. O Capítulo 2 dispõe sobre a pandemia da covid-19 e seus impactos no Brasil, além de relatar as principais medidas do Banco Central e do governo federal para reduzir os efeitos da crise. O Capítulo 3 avalia, por meio de estatísticas descritivas, as medidas dispendidas para reverter o cenário de crise. Por fim, a conclusão sintetiza os principais elementos explorados no trabalho e confrontar a hipótese de trabalho com os resultados da análise

Capítulo 1 – Política econômica e crise: do Novo Consenso Macroeconômico à interpretação teórica pós-keynesiana

Desde o final da década de 1990, o Brasil segue as diretrizes do novo consenso macroeconômico (NCM) ao configurar, sob os seus preceitos, o regime de metas de inflação. Quase dez anos depois, a crise sistêmica de 2008 afastou as recomendações de política do novo consenso e impôs, em certa medida, o retorno de políticas alinhadas às prescrições pós-keynesianas. No presente capítulo, apresenta-se a fundamentação teórica do trabalho, cuja inspiração advém desta escola de pensamento. Em outras palavras, analisa-se a visão do novo NCM e busca-se contrastá-la com a escola pós-keynesiana, com especial foco na contribuição de Minsky.

O capítulo divide-se em duas seções, além desta pequena introdução. Na primeira, apresenta-se os fundamentos teóricos do Novo Consenso Macroeconômico, bem como a sua prescrição de política econômica. Ao final da seção, expõe-se a imposição da realidade com a crise de 2008 e a tentativa de “ruptura” com o *mainstream* em prol da utilização de políticas monetárias não convencionais. Por sua vez, a segunda seção relata a fundamentação teórica e as políticas econômicas pós-keynesianas. Ao fim, realiza-se uma ponte entre a teoria pós-keynesiana e a visão minskyana de crise.

1.1 A política econômica no Novo Consenso Macroeconômico

Como mencionado, o modelo de política econômica do Brasil segue a prescrição do que se convencionou chamar de Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Arestis (2009) defende a existência de um consenso econômico entre o final dos anos 1990 e o primeiro quarto do século XXI. O termo não é usado no sentido literal pelo autor, mas sim para expressar uma teoria amplamente aceita por diversos economistas – situação semelhante à década de 1960-70 –, mas que ainda assim é passível de considerações e críticas.

Com inspiração monetarista e novo-clássica, o NCM dominou a teoria macroeconômica e foi usado por muitos anos como um instrumental de política econômica, tal qual o modelo IS-LM meio século antes (ARESTIS, 2009, p. 100). Os economistas que seguem suas recomendações defendem a praticidade do modelo e o uso em políticas econômicas, sobretudo a política monetária.

1.1.1 Fundamentação teórica

Para auxiliar a análise do modelo, Mishkin (2011, p. 3-10) sublinha os principais pressupostos do NCM que sustentavam as condições de política monetária desde a segunda metade do século XX. Segundo o autor, a literatura dos anos 1990 e os principais *policy-makers* se baseavam nestas proposições teóricas para estruturar a prática do modelo, de forma que:

- (i) Existe uma taxa natural de desemprego para qual a economia tende a caminhar no longo prazo;
- (ii) As expectativas desempenham papel relevante para que os agentes realizem as melhores previsões e atinjam escolhas ótimas;
- (iii) Sob a visão das expectativas racionais, a taxa natural de desemprego é compatível com o equilíbrio geral e a política monetária é neutra no longo prazo;
- (iv) A inflação é um fenômeno puramente monetário e decorre dos desvios de demanda em relação ao nível de produto potencial; e
- (v) A estabilidade de preços traz benefícios econômicos, pois reduz distorções e aumenta a eficiência nas escolhas dos agentes;
- (vi) As decisões de política monetária são mais bem definidas como regras, com destaque para a Regra de Taylor.

O primeiro pressuposto possui como base a teoria friedmaniana e uma atenção especial deve ser dada a este ponto. De acordo com a crença monetarista, existe uma taxa *natural* de desemprego que vigora no longo prazo e para qual a taxa efetiva tende a convergir, desde que não haja interferências de políticas econômicas. A esta taxa, incorporam-se tanto os aspectos estruturais como institucionais dos mercados de trabalho e de bens, de forma que o seu valor é mutável à medida que a estrutura econômica mude ou as preferências dos agentes se alterem (CARDIM DE CARVALHO ET AL, 2000).

Nesta taxa natural de desemprego, persistem somente os desempregos friccional e voluntário², caso não haja qualquer interferência monetária. Em outras palavras, as

² O primeiro corresponde ao hiato de tempo em que os trabalhadores transitam entre os empregos antigos e novos, ao passo que o segundo engloba os trabalhadores decididamente desempregados (i.e. não acharam válido trabalhar por determinado salário oferecido).

situações de desequilíbrio no mercado de trabalho serão corrigidas com os ajustes de preços – assumidos aqui como plenamente flexíveis – e não haverá desemprego involuntário. A longo prazo, e sem intervenções que desestabilizem a trajetória da taxa de desemprego, esta convergirá para o seu nível *natural*.

Aqui, cabe a comparação entre a taxa natural de desemprego e a taxa natural de juros, adotada pelo NCM como forma de balizar as decisões de PM. Assim como a primeira, a taxa de juros natural – ou de equilíbrio – corresponde ao ideal wickselliano de uma taxa livre de interferências monetárias e formada apenas por fatores estruturais (ARESTIS, SAWYIER, 2002). Acredita-se que, a este patamar, a taxa de juros fornece o nível de demanda agregada consistente com o hiato de produto nulo. O modelo também prevê que a tendência natural do longo prazo é que a taxa de juros vá de encontro ao seu nível natural.

O primeiro ponto também remete à versão aceleracionista de Friedman para a curva de Phillips, que correlaciona negativamente a taxa de inflação com a taxa de desemprego. Nesta versão, entretanto, leva-se em conta as expectativas adaptativas dos agentes em relação às *variações* da inflação. Por isso, uma política de redução da taxa de desemprego requer aumentos contínuos na taxa de inflação; de forma que “as expectativas dos trabalhadores subestimariam a inflação futura e o desemprego permaneceria abaixo da taxa natural” (CARDIM DE CARVALHO *ET. AL*, 2000, p. 203).

O segundo e terceiro ponto têm como fundamento a hipótese das expectativas racionais (ER), desenvolvida por Robert Lucas (1973, 1976) e disseminada nas escolas novo-clássica e novo-keynesiana. A teoria defende que os agentes utilizam todo o conjunto de informações disponíveis; por isso, possuem informação perfeita, completa e não incorrem em erros sistemáticos. Em outras palavras, os agentes partem da ergodicidade³ e detêm conhecimento de todas as distribuições de probabilidade de um determinado evento econômico, já que utilizam dados passados e presentes para formular resultados futuros. Mais do que isso, a função de probabilidade subjetiva do agente coincide com a probabilidade verdadeira do evento em questão, tornando o futuro algo passível de ser previsto e de maneira estatisticamente confiável.

De acordo com Mishkin (2011), o uso de todas as informações disponíveis permite que o comportamento dos agentes seja maximizador e as suas expectativas em relação às

³ Davidson (1983, p. 5) argumenta que a ergodicidade consiste no fato de a expectativa média dos resultados futuros, definida a qualquer momento, não ser diferente da média dos resultados futuros de forma persistente.

variáveis futuras sejam, comumente, ótimas. Logo, é possível que os agentes acertem as previsões futuras e alcancem a escolha ótima. Por isso, o uso das ERs no longo prazo será condizente à situação de equilíbrio geral, onde os agentes realizam as melhores previsões e não há erros sistemáticos (MISHKIN, 2009).

Mais ainda, no longo prazo, a moeda é neutra, tendo como função servir exclusivamente como meio de troca, sem capacidade de produzir efeitos reais. A partir dessa constatação, a política monetária não deve ser usada para alterar as variáveis reais da economia, mas sim para o controle exclusivo de variáveis monetárias. Sendo a oferta monetária um meio cuja finalidade é o controle inflacionário, a intervenção em variáveis reais no longo prazo fica à disposição de fatores estruturais e institucionais do mercado de bens e serviços, bem como de choques nas variáveis reais, como mudanças tecnológicas e alterações na estrutura produtiva que afetem a produtividade.

O quarto pressuposto remete à frase proferida por Milton Friedman (1978 *apud* Mishkin, 2011), na qual *“inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”*. A sustentação era que as pressões inflacionárias eram causadas pelo crescimento superior da oferta de moeda em relação ao crescimento do produto. Em outras palavras, a fonte final da inflação era o excesso da política monetária expansionista. Desta proposição, resultou a crença fundamental de que os bancos centrais deveriam ter como objetivo último manter a inflação estável e sob o seu controle: a proporcionalidade entre a taxa de inflação e a variação no estoque de moeda garantiria que o controle inflacionário fosse obtido via reduções contínuas em tal estoque.

O debate sobre a estabilidade de preços se intensificou ao longo da década de 1970 com o aumento inflacionário no pós-guerra, associado, dentre outras coisas, aos choques de petróleo. O ambiente de elevada inflação culminava em incerteza sobre os preços relativos e a trajetória futura dos preços, além de causar distorções e afetar a distribuição de renda, o que, na margem, minaria o papel da moeda como reserva de valor. Por isso, as famílias e empresas enfrentavam dificuldades na tomada de decisões e incorriam em escolhas ineficientes e distorcidas.

Assim sendo, Mishkin (2011) chama atenção para a importância da estabilidade de preços na economia do NCM. Com os preços estáveis, os agentes não mais apresentariam elevada incerteza e nem frustrações expectativas, o que facilita para uma tomada de decisão mais eficiente. Logo, manter a inflação baixa e estável era visto como uma forma de amplificar o nível de recursos empregados na economia de maneira produtiva.

Por fim, o NCM defende que as expectativas de política monetária impactam consideravelmente a maioria dos setores da economia. O canal de transmissão nos setores produtivos ocorre por meio da expectativa dos produtores em relação à conduta de PM (i.e., alteração nas taxas de juros e a consequência para a atividade produtiva). Somado ao hiato temporal para que a PM apresente algum efeito, cuja influência pode ser vista nas expectativas dos agentes, a escola defende a adoção de regras por parte das autoridades monetárias que reduzam os efeitos desestabilizadores da política monetária.

Mishkin (2011) cita como exemplo a Regra de Taylor, amplamente aceita pelos economistas do NCM, e cujo objetivo é o ajuste das taxas de juros nominais de curto prazo em resposta aos desvios da inflação do seu nível desejado, ou do produto em relação a seu nível potencial. A ideia do modelo é que a política monetária utilize o instrumental da taxa de juros de curto prazo para a estabilidade de preços e de produto. Na Regra de Taylor, a taxa de juros nominal deverá variar inversamente ao movimento da taxa de inflação, até alcançar o nível condizente a uma taxa de juros real que mantenha a inflação e o produto estáveis.

1.1.2 A prescrição de política econômica no NCM

Em linhas gerais, o NCM pode ser considerado um modelo prático voltado para a elaboração de políticas econômicas, cuja intuição permitiria explicar tanto o crescimento como as flutuações econômicas (TAYLOR, 2000, p. 90). À vista disso, três equações essenciais resumiriam o modelo tradicional: (i) a determinação do produto por meio da Curva IS, (ii) a explicação da inflação sob a perspectiva da Curva de Phillips Aceleracionista, e (iii) a definição de uma regra de política monetária fundamentada, majoritariamente, na Regra de Taylor.

A Curva IS deriva do modelo IS-LM formalizado por Hicks em 1936 e representa a relação entre o produto e a taxa de juros na tentativa de expressar o equilíbrio no mercado de bens. No caso do NCM, a curva foi atualizada em uma estrutura de otimização intertemporal da função de utilidade para expressar a relação negativa entre o produto e a taxa de juros real (TAYLOR, 2000). Desta forma, a determinação do produto no modelo do Novo Consenso passa pelo ajuste (redução) do hiato entre o produto potencial⁴ e o

⁴ Segundo Arestis e Sawyer (2008), o produto potencial é uma variável de longo prazo determinada exogenamente por fatores de oferta da economia. Trata-se do nível de produto que a economia poderia alcançar caso utilizasse exaustivamente seus fatores de produção.

produto efetivo a partir da taxa de juros real da economia (ARESTIS E SAWYER, 2008a, p. 763).

Já a Curva de Phillips expectacional prevê a inflação como resultado dos desvios correntes do produto em relação ao seu nível potencial, dos choques de oferta e das expectativas futuras e passadas da inflação. Embora haja um componente de demanda que explique os fenômenos inflacionários, a teoria também admite a presença de inércia inflacionária e um termo *forward-looking* que capta as expectativas dos agentes sobre os níveis de inflação. Este último demonstra a importância de um banco central que goze de boa reputação e que seja comprometido com o controle da inflação: caso a autoridade monetária tenha credibilidade na sua atuação, a inflação pode ser mais bem controlada pelo canal das expectativas (ARESTIS, 2009, p. 103; TAYLOR, 2000).

Por fim, a Regra de política monetária preconizada pelo Novo Consenso relaciona a taxa de juros nominal à taxa de inflação, balizando as decisões dos *policy-makers* e dos agentes econômicos. O modelo defende que, se usada de forma sistemática, a política promoverá resultados previsíveis na economia. O mecanismo, conhecido como Regra de Taylor, é tal que todo aumento inflacionário (ou desvio para cima do produto potencial) requer uma elevação da taxa de juros nominal; ao passo que a inflação abaixo da meta permite a redução dos juros como forma de estímulo à economia (TAYLOR, 2000).

Mais ainda, o arcabouço teórico incorpora a existência de uma função-perda do banco central que associa a taxa de inflação ao hiato do produto por meio de uma relação de *trade-off*: para que a inflação fique abaixo da sua meta, admite-se certas perdas no produto. Espera-se que o produto em seu nível potencial mantenha a inflação estável e que o processo seja feito de forma a minimizar ao máximo as perdas do produto. A este nível, a taxa de juros real estaria em equilíbrio⁵, situação alcançada quando a inflação se encontra na sua meta e o hiato do produto é nulo (ARESTIS E SAWYER, 2008a, p. 766-8).

O NCM também leva em conta o problema de inconsistência temporal, desenvolvido em artigos como os de Kydland e Prescott (1977). Nestes trabalhos, defende-se que a política monetária conduzida de forma discricionária pode levar a resultados danosos no longo prazo. De forma geral, o termo “discricionário” é usado para descrever arranjos de

⁵ Neste caso, a taxa de juros real estaria no seu nível de equilíbrio e o produto efetivo se igualaria ao produto potencial – situação semelhante à taxa de juros natural proposta por Wicksell e consistente com níveis estáveis de inflação (ARESTIS, 2009, p. 104).

políticas do banco central de um país com base em decisões do momento, ao invés da adoção de regras bem definidas para a política monetária (MISHKIN, 2011).

Um exemplo clássico é a discussão sobre viés inflacionário, a partir de uma política de redução da taxa de desemprego em detrimento do controle inflacionário: os *policy-makers* poderiam, por meio de surpresas monetárias, explorar ganhos de curto prazo no emprego, mas os agentes privados tenderiam a ajustar suas expectativas para antecipar tal política expansionista. Deste cenário, podem resultar taxas de inflação mais elevadas, enquanto a autoridade monetária pode não ser capaz de cumprir a promessa e reduzir o desemprego no curto prazo. Há aqui um problema de inconsistência temporal: quando a autoridade monetária age de maneira discricionária e não segue regras críveis, pode-se incorrer em dificuldades de seguir um plano consistente ao longo do tempo.

Por isso, a escola ressalta a importância da independência do banco central aliada à adoção de uma regra de política. Como apontam Arestis e Sawyer (2008b, p. 636), na visão do NCM, uma política monetária conduzida por *policy-makers* experientes e pertencentes a uma autarquia independente passa maior credibilidade aos agentes e ao mercado financeiro. Isso porque o maior comprometimento da autoridade monetária em reduzir pressões inflacionárias diminui a expectativa dos agentes para a inflação futura quando adotadas regras de política monetária.

Os resultados do modelo com base em Taylor (2000) e Arestis (2009) podem ser vistos nas equações abaixo e permitem concluir o caráter decisivo que a taxa de juros desempenha sobre o nível de demanda agregada. Para o NCM, a política monetária é crucial para atingir a estabilidade de preços no curto prazo e reduzir a diferença entre o produto real e o potencial. Isso porque, como o modelo assume que a inflação é fruto das pressões de demanda e estas últimas podem ser sanadas com o aumento das taxas de juros, a regra é nítida: para manter a taxa de inflação baixa e estável, deve-se mexer nos juros.

$$IS: \quad Y_t = a_1 Y_{t-1} - a_2 (i_t - E_t(\pi_{t+1})) + u_t \quad (1)$$

$$CP: \quad \pi_t = b_1 \pi_{t-1} + E(\pi_t) + b_2 (Y - Y_p) + c \quad (2)$$

$$PM: \quad i_t = r^* + E(\pi_{t+1}) + c_1 (\pi_{t-1} - \pi) \quad (3)$$

Sendo assim, a equação 1 atesta que o produto real é função positiva do produto defasado e de choques de demanda, enquanto é negativamente relacionado à taxa de juros

real de curto prazo. Isso significa que, com o aumento nos juros reais da economia, a demanda tende a arrefecer via transmissão dos juros e das expectativas inflacionárias futuras. Já a equação 2 da Curva de Phillips relaciona positivamente a inflação presente à inflação passada, às expectativas de mercado quanto a inflação presente, ao hiato do produto e a fatores de oferta.

Por fim, a última equação garante que a taxa de juros nominal de curto prazo – instrumento de política monetária – deverá seguir o caminho das variações da inflação. Portanto, trata-se de uma regra para os bancos centrais baseada na Regra de Taylor, cujo objetivo é conter pressões inflacionárias por meio do aumento da taxa de juros nominal (DE PAULA E SARAIVA, 2015, p. 25).

Algumas considerações importantes acerca de política econômica podem ser tiradas destas hipóteses e merecem destaque. Em primeiro lugar, a inflação é vista como um fenômeno puramente monetário e passível de controle por meio dos ajustes nas taxas de juros. Por isso, a estabilidade de preços⁶ seria alcançada principalmente por meio da política monetária, a partir de uma taxa nominal de juros de curto prazo condizente com a taxa real de equilíbrio. Segundo Arestis (2009), é importante salientar o fato de que este ideal perpassou o escopo da teorização e ditou a diretriz de política econômica adotada em países de todo o globo.

Um exemplo clássico é a atuação dos diferentes bancos centrais, cuja adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI) deixa claro o compromisso primário com a estabilidade de preços e a redução do hiato do produto. Na prática, desde 1990, o cerne da política monetária pautou-se em diferentes regimes de metas de inflação, onde a autoridade monetária deveria agir com transparência e responsabilidade para anunciar o nível de taxa de juros condizente a metas inflacionárias baixas e estáveis, alcançadas ao longo de um horizonte de tempo (VERNENGO; CALDENTEY, 2013, p. 348).

Ainda, a teorização do NCM deixa claro o papel coadjuvante que a política fiscal desempenha nesse modelo. De acordo com Arestis e Sawyer (2002, p. 3), “the role of fiscal policy is played down, and the role of monetary policy elevated”. Isso porque, no arranjo do NCM, a política fiscal não seria capaz de afetar o produto de maneira permanente, embora pudesse gerar pressões inflacionárias. Esta última hipótese decorre de estudos que incorporam a teoria fiscal do nível de preços, na qual a determinação do

⁶ De acordo com Arestis e Sawyer (2002), a estabilidade da inflação depende diretamente do hiato do produto: quando não há desvios do produto em relação ao nível potencial, a inflação fica constante.

nível geral de preços seria um fenômeno fiscal decorrente da taxa de crescimento dos títulos de governo.

Mais ainda, Setterfield (2007, p. 408) argumenta que a negligência com a política fiscal pode ser vista já na equação da curva IS, pois nesse arcabouço o produto depende apenas do seu valor passado e da taxa de juros real, ao passo que é exógeno aos fatores fiscais. Por isso, não há qualquer menção ao papel estabilizador que a política fiscal poderia desempenhar em momentos de conturbação; pelo contrário, o modelo defende que a política fiscal não seja usada de forma discricionária para implementar *déficits* orçamentários.

Portanto, a política fiscal deve ser preterida e receber papel subsidiário, sendo a recomendação de política econômica – em caso de perturbações na taxa de inflação ou de produto – uma política monetária que forneça credibilidade aos agentes. No entanto, os autores estudiosos do NCM chamam atenção para o fato de que a preferência do modelo é a não interferência de políticas e, caso estas existam, que sejam feitas por meio de sinalização e sem surpreender os indivíduos (ARESTIS; SAWYER, 2002).

Contudo, algumas críticas podem ser tecidas quanto ao uso desse regime pelos *policy-makers*. Em primeiro lugar, Vernengo e Caldentey (2013) destacam que o modelo não se aplicaria a economias abertas, cuja transmissão da política monetária depende de outros canais além da demanda agregada, como a taxa de câmbio e o balanço patrimonial das firmas. Neste caso, o RMI raramente seria representativo de uma economia aberta, pois seus resultados não consideram a taxa de câmbio e mostram-se inoperativos, criando dilemas para as escolhas de políticas.

Em linhas gerais, o regime não seria adequado pois nesta estrutura a inflação dependeria não só do hiato do produto, mas também do hiato na taxa de câmbio⁷. Com isso, a redução na taxa de inflação resultaria na retração do produto por meio da apreciação da taxa real de câmbio – ampliando ainda mais o *trade-off* entre inflação e produto. Logo, não é plausível considerar o equilíbrio mútuo e sem conflitos entre inflação e produto, sendo necessário incorporar políticas mais condizentes com a realidade (VERNENGO; CALDENTHEY, 2013, p. 361).

Outras críticas foram levantadas por Arestis e Sawyer (2008a, p. 766), que ressaltam a dificuldade das autoridades monetárias em estabelecerem corretamente a meta

⁷ De acordo com Vernengo e Caldentey (2013, p. 360), o hiato na taxa de câmbio corresponde à diferença entre a taxa de câmbio nominal efetiva e a meta estipulada para o câmbio nominal – vide a taxa considerada ótima.

inflacionária. Os autores mostram que não há consenso entre os economistas sobre o patamar ótimo para a inflação, pois a relação entre esta e o produto é não linear: a depender da faixa em que a inflação se encontra, serão distintos os efeitos de uma redução ou aumento desta taxa. Por exemplo, os autores estimam que a inflação e o produto são positivamente correlacionados para faixas muito baixas da inflação; ao passo que à medida que a inflação aumenta, a correlação entre ambos passa a ser negativa. Portanto, não há como estabelecer ao certo em que patamar ocorre essa mudança de efeitos.

Ademais, tanto a moeda como o setor bancário são preteridos neste arcabouço teórico: como a moeda é meramente meio de pagamento, não há qualquer efeito desta sobre as variáveis reais da economia. Com efeito, apenas o lado real importa – como as questões de mercado de trabalho, investimento e produtividade –, ao passo que a relevância do lado monetário fica restrita à escolha de política monetária dos bancos centrais (ARESTIS, 2009).

Nota-se, ainda, que o NCM mal faz menção às políticas fiscais ou de renda contra o aumento de desigualdades, problema recorrente nas economias em desenvolvimento como o Brasil. Isso porque as orientações do *mainstream* englobam majoritariamente o uso da política monetária, enquanto a política fiscal desempenha papel secundário ou mesmo nulo. Contudo, embora seja relevante, a estabilidade de preços e produto geralmente onera os mais vulneráveis e por isso deveria vir acompanhada de políticas que visam a redução dessa disparidade de renda.

1.1.3 A imposição da realidade: a crise de 2008 e as políticas monetárias não convencionais

Como visto anteriormente, o Novo Consenso foi o principal modelo prático que fundamentou as escolhas da política monetária entre os anos 1990 e a primeira década do século XXI. Com a crise sistêmica de 2008, os bancos centrais partiram das premissas básicas do NCM e reduziram as taxas de juros nominais para valores próximos de zero esperando uma recuperação mais acelerada da economia. Contudo, a recuperação não ocorreu como previsto e transformou-se no que alguns autores da literatura econômica, como Summers (2015), chamaram de “estagnação secular”.

A crise internacional de 2007-08, originada no mercado imobiliário norte-americano, propagou-se para os principais países globalizados e não ficou restrita a segmentos específicos do mercado financeiro. Foram inúmeras as causas do colapso, embora Cardim

de Carvalho (2008) chama atenção para os impactos do aumento contínuo da taxa de juros básica norte-americana e do desemprego sobre os tomadores de empréstimo de elevado risco. Somado a este fato, era comum a prática de aliar o mercado imobiliário ao mercado de títulos para alavancar a rentabilidade⁸ das instituições financeiras em um cenário de desregulamentação financeira crescente, e essa integração teve efeitos desastrosos à economia.

De acordo com o IEDI (2008), a deflagração da crise ocorreu quando a prática de elevação da taxa de juros básica entre 2004 e 2006 coincidiu com o intervalo de reajuste de inúmeros contratos hipotecários dos tomadores com histórico de inadimplência (agentes *subprime*). O aumento dos juros somado ao menor emprego no país levou tais agentes a ficarem sem renda suficiente para cumprirem com suas obrigações e pagarem os juros sobre as hipotecas, resultando no aumento exorbitante da inadimplência em todo o país.

No momento em que a inadimplência se instaurou no mercado imobiliário, os detentores de títulos lastreados na dívida hipotecária norte-americana apresentaram queda na sua lucratividade. Temendo uma redução ainda maior dos retornos, os compradores dos títulos rapidamente venderam seus ativos. Como consequência, houve a desvalorização de tais ativos, cujos preços dependiam diretamente do pagamento da dívida hipotecária. Nesse momento, configurou-se a crise do *subprime*, iniciada com a inadimplência dos tomadores de segunda linha e acentuada pela rápida desvalorização dos títulos da dívida hipotecária (HERMANN, 2008, p. 39).

Mais ainda, a crise assumiu dimensão sistêmica após a quebra do quinto maior banco de investimentos norte-americano, o Lehman Brothers, em setembro de 2008. A incerteza e o pânico dos agentes causaram a paralisação dos mercados de ações, e, nesse momento, a crise afetou países emergentes e avançados sem discriminação. O Brasil sentiu os efeitos da crise já no segundo semestre de 2008, momento em que a economia doméstica apresentou expressiva desaceleração, da qual resultou a recessão em 2009.

De forma geral, o efeito-contágio da crise do *subprime* para os demais territórios ocorreu, principalmente, mediante os canais financeiros e de comércio internacional. No Brasil, a situação foi agravada pela crescente desvalorização cambial a partir do segundo

⁸ Em um mercado arrefecido pela elevada competição e cujos ganhos mostravam-se apenas moderados, bancos comerciais e demais instituições financeiras buscavam mercados alternativos e inovações financeiras. Segundo Cardim de Carvalho (2008, p. 26), o mercado mais promissor era o imobiliário, que prometia lucros elevados caso os tomadores de empréstimo de maior risco fossem incorporados.

semestre de 2008. Em outras palavras, o cenário de incerteza instaurado nos sistemas financeiros espalhou-se para a economia real ao atingir toda economia global por meio da retração do comércio internacional e dos fluxos financeiros, intensificada ainda pela queda nas cotações dos preços das *commodities* agrícolas.

Na tentativa inicial de reverter os efeitos da crise de 2008, o governo federal seguiu os preceitos do NCM e estabeleceu a política monetária convencional de controle das taxas de juros de curto prazo. Sob uma política conservadora, o BCB aumentou a taxa de juros básica (taxa Selic) de 11,25% em janeiro de 2008 para 13,75% em outubro do mesmo ano. O argumento da autoridade monetária para a manutenção da taxa de juros em um patamar tão elevado decorreu dos possíveis riscos inflacionários que o país sofria após a desvalorização do real no segundo semestre de 2008.

As medidas contracionistas não tiveram os efeitos esperados, pois culminaram em retração ainda maior da oferta de crédito bancário, e tiveram que ser rapidamente revisadas. Sendo assim, após os limites enfrentados pela PM tradicional para a reversão do cenário recessivo, os princípios do Novo Consenso Macroeconômico foram colocados em xeque. Isso ampliou o debate acerca da inclusão de novos métodos que serviriam como guia para a política monetária e evidenciou a importância de a autoridade monetária associar métodos não convencionais como complemento aos instrumentos monetários habituais (MATTOS *ET AL*, 2019).

As políticas monetárias não convencionais (PMNCs) são definidas como um conjunto de medidas extraordinárias e cujo instrumental difere do padrão de política econômica visto até 2008. De acordo com Duarte (2019), diferentemente do controle das taxas de juros de curto prazo, as políticas não convencionais são muito diversas e relacionam-se com diferentes tópicos que perpassam o escopo das taxas de juros, como a curva de rendimentos, o mercado de títulos e as expectativas dos agentes.

Saraiva (2014, p. 48) ressalta que as PMNCs exibem conjuntos próprios de instrumentos, canais de transmissão e metas operacionais, embora o objetivo final convirja com aqueles das PMCs. Isto é, apesar de utilizarem instrumentos intermediários diferentes dos tradicionais, a meta final dos bancos centrais é garantir a estabilidade de preços e do produto – e, em alguns casos, a estabilidade financeira –, podendo, inclusive, atuar para expandir a atividade econômica e o emprego em momentos de crise.

O estudo e a viabilidade de incorporar ferramentas não tradicionais de política monetária não são novidade alguma na literatura econômica. À exemplo disso, temos o caso do Japão durante a década de 1990, que enfrentou uma bolha especulativa no preço

dos seus ativos ao mesmo tempo em que as taxas de juros foram mantidas próximas a zero. Segundo Mattos *et al* (2019, p. 187), a situação fora caracterizada pelos economistas do NCM como uma armadilha de liquidez, na qual a taxa nominal de juros atingiu o limite inferior e perdeu seu canal de atuação como PM.

Sendo assim, na presença de um choque negativo que empurre a taxa de juros natural abaixo de zero, as proposições do NCM são alteradas e passam a focar na taxa de juros real. Dessa forma, seria possível adotar, por exemplo, taxas de juros negativas que se alinhariam à taxa natural e permitiriam “que a economia voltasse ao seu caminho de crescimento no estado estacionário de longo prazo” (MATTOS *ET AL*, 2019, p. 187). Nesse cenário, incorporar as PMNCs é aceito pelo NCM; caso contrário, a autoridade monetária deverá seguir com as políticas usuais de controle de inflação.

Paralelamente, o IMF (2013a) defende que o objetivo declarado dos bancos centrais ao executarem as PMNCs é manter a estabilidade econômica durante os períodos de crise. Em linhas gerais, trata-se de reduzir as possibilidades de recessão e o iminente colapso do sistema financeiro causados pelas crises. Para tal, as políticas buscam: (i) reestabelecer o funcionamento adequado da intermediação financeira; e (ii) promover acomodação monetária quando as taxas de juros estão próximas do limite inferior zero e, portanto, deixam de ser um canal eficaz pelo qual a PM atua.

Ainda de acordo com o IMF (2013a), a primeira categoria inclui a provisão de liquidez por parte da autoridade monetária e as compras definitivas de ativos públicos e privados. Por outro lado, a segunda categoria abrange tanto as compras de títulos públicos federais quanto as políticas de orientações futuras (*forward guidance*) e a política de taxa de juros negativa (NIRP, na sigla em inglês para *negative interest rate policy*).

Isto posto, na visão de Duarte (2019, p. 48) há dois grupos nos quais as PMNCs podem ser separadas: (1) as políticas de taxas de juros ou de sinalização, nas quais os bancos centrais estabelecem as taxas de juros nominais ou guiam as expectativas sobre sua trajetória futura; e (2) as políticas de balanço patrimonial, pelas quais os bancos centrais ajustam suas composições atuais do balanço ou orientam as expectativas sobre as composições futuras, como mostra a Tabela 1.1 abaixo.

Tabela 1.1 – Quadro resumo da Política Monetária não Convencional

Objetivos	Medidas	Efeitos
Reestabelecer o funcionamento adequado do mercado financeiro	Operações de liquidez Compra de ativos privados	Evitar a quebra do mercado
Introduzir estímulos alternativos enquanto canais convencionais (taxa de juros) estão limitados	Compra de títulos públicos Controle da curva de rendimento <i>Forward guidance</i> Política de taxa de juros negativa	Efeitos diversos a depender do país analisado

Fonte: IMF (2013). Elaboração própria.

No primeiro grupo, medidas como a orientação do nível da taxa de juros ou a imposição de taxas negativas sobre reservas excedentes são utilizadas a fim de influenciar as condições financeiras de mercado. Já no segundo grupo, o banco central utiliza instrumentos como: (i) políticas de crédito, como a compra de ativos privados e operações de provisão de liquidez, cujo foco é a dívida privada; (ii) políticas de gestão de quase-dívidas, como a compra de títulos públicos e o controle da curva de rendimento; e (iii) políticas de reservas bancárias.

A provisão de liquidez nada mais é se não a expansão do já conhecido papel do banco central como *emprestador de última instância* (IMF, 2013b). Tradicionalmente, a autoridade monetária deve fornecer liquidez aos bancos comerciais e outras instituições financeiras que enfrentam restrições temporárias no acesso a depósitos e operações interbancárias. Sendo assim, em momentos de crise em que há interrupção do crédito e falhas no funcionamento do mercado financeiro, o banco central deve realizar política de provisão de liquidez agressiva.

De acordo com o IMF (2013b), a diferença entre tal política e o papel tradicional do banco central como emprestador de última instância ocorre em algumas frentes. Em primeiro lugar, no caso da política não convencional, a autoridade monetária estende a provisão de liquidez a uma gama mais ampla de agentes, como instituições não bancárias, e com enfoque em mercados específicos. Ainda, a autoridade monetária oferece montantes mais elevados de financiamento, inclusive com prazos mais longos de maturação; para isso, estabelece linhas especiais de assistência de liquidez.

Já a compra de ativos privados dos bancos centrais em mercados específicos pode ser feita através da compra de *commercial papers*, títulos de dívida corporativa (*corporate bonds*) e ativos securitizados. O foco da autoridade monetária é o impacto nos mercados relevantes para o financiamento das instituições financeiras; já o objetivo declarado

nesses casos é apoiar as captações em tais mercados e melhorar as suas condições de liquidez.

Outra extensão da política monetária tradicional, a orientação também é usada em cenários de colapso econômico de forma mais contundente para mitigar os efeitos da crise sobre o grau de confiança dos agentes. De forma geral, a orientação futura busca gerenciar as expectativas de mercado acerca das políticas futuras, principalmente por meio do fornecimento de informações explícitas das medidas do banco central e de outras projeções econômicas.

No caso de crise, onde a demanda tende a arrefecer e a renda dos agentes decai substancialmente, a política de orientação futura é especialmente relevante para convencer os mercados que as taxas de juros serão mantidas em patamares baixos por um período mais longo do que seria permitido em tempos usuais. Nesse caso, as expectativas para as taxas nominais e reais futuras diminuiria, achatando a curva de juros e garantindo recuperação mais rápida, uma vez que os agentes poderiam buscar crédito a condições mais amigáveis.

Portanto, a política de *forward guidance* provoca o achatamento da curva de rendimentos e modifica as expectativas inflacionárias, o que impacta nas taxas de juros reais e na demanda. Desta forma, seus benefícios abrangem a criação de uma relação de comprometimento entre os bancos centrais e o público, além de maior clareza no comportamento futuro das taxas de juros. No entanto, a validade da política depende da credibilidade da autarquia, pois na presença de inconsistência temporal, onde as medidas não seguem uma regra e são realizadas de forma discricionária, o banco central deixa de ser crível e a política perde sua eficácia.

Já as taxas de juros negativas vêm ganhando força no debate econômico desde a crise na zona do euro entre 2012 e 2015. De forma geral, sua execução depende da manutenção de reservas sobre os passivos dos bancos comerciais nas contas com os bancos centrais. Isso permite que a autoridade monetária possa pagar (cobrar) juros sobre as reservas exigidas (excedentes) mantidas no seu caixa. Ainda, como detêm controle indireto de outras taxas de juros, os bancos centrais “podem empurrar taxas de empréstimos interbancários (por exemplo, a *federal funds rate*) abaixo de zero ao comprar títulos do governo e inundar bancos comerciais com reservas” (PRESSMAN, 2019, p. 138).

Na prática, segundo Duarte (2019, p. 74), a taxa de juros negativa apareceu em larga escala como uma ferramenta adicional para o controle da crise financeira de 2008 e acrescentou o leque de possibilidades das demais políticas não convencionais

mencionadas previamente. Seus benefícios econômicos podem ser resumidos da seguinte forma: (i) intensifica empréstimos bancários e estimula o consumo e o investimento; (ii) pode aumentar as exportações líquidas devido à depreciação cambial; (iii) incentiva a busca por ativos com rendimentos mais elevados, impedindo a desvalorização abrupta nos preços dos ativos.

O leque de PMNCs também conta com as políticas de quase-débito, cujo instrumental de maior relevância é a compra de títulos públicos das carteiras dos agentes ou a troca de títulos de longo prazo por curto prazo feita pelo banco central. Quando a autoridade monetária compra títulos públicos - ativos com taxa livre de risco - fornece condições para o ajuste da fragilidade financeira dos agentes, pois alivia as condições de liquidez, afeta os custos de financiamento, reduz o prêmio de risco e ajusta o preço dos ativos (DE PAULA; SARAIVA, 2020, p. 9). Para que a medida seja efetiva e afete o rendimento dos títulos, as compras devem ser realizadas em larga escala; por isso, a política monetária não convencional de maior disseminação ficou conhecida como *quantitative easing* (QE), ou flexibilização monetária.

Nas políticas de gestão de quase-débito, há ainda as operações de controle da curva de rendimento, semelhantes às compras de ativos públicos, mas cuja operacionalidade consiste na troca de títulos de longo prazo por títulos de curto prazo do Tesouro. A medida foi realizada no mercado de dívida pública por ser um *benchmark* para a curva de rendimento dos ativos privados. O objetivo fora manter taxas curtas mais elevadas e elevar a redução das taxas de longo prazo por meio da venda de títulos públicos de prazo curto e compra de títulos longos. Com isso, esperava-se normalizar o mercado de crédito e ajustar o preço dos ativos.

1.1.4 Síntese

Como mencionado anteriormente, desde 1990 e até a eclosão da crise de 2008, os *policy-makers* seguiam os preceitos ortodoxos do NCM. De um lado, a política monetária consistia na mera fixação da taxa de juros de curto prazo para alcançar a estabilidade de preços. Paralelamente, a política fiscal ficava em segundo plano devido à crença de possíveis instabilidades com o aumento dos gastos públicos. No entanto, a crise do *subprime* demonstrou os limites das políticas econômicas ortodoxas para superar o cenário de colapso. O ambiente exigiu maior intervenção e a implementação de novas medidas tanto no âmbito monetário como fiscal.

Em outras palavras, o novo leque de medidas não convencionais tirou o foco da política econômica da estabilidade na taxa de inflação e mera manipulação de taxa de juros. Os instrumentos introduzidos pós-2008 aproximaram a macroeconomia *mainstream*, antes pautada no NCM, de abordagens heterodoxas como a pós-keynesiana. Para esclarecer essa aproximação, a próxima seção relata os fundamentos teóricos da escola de pensamento pós-keynesiana e as suas recomendações de política econômica, que auxiliam as diretrizes atuais dos *policy-makers*, principalmente em momentos de crise.

1.2 A política econômica sob a perspectiva pós-keynesiana

Após a crise de 2008, o Novo Consenso Macroeconômico sofreu críticas por não corresponder à realidade e pela sua incapacidade de reestabelecer a economia aos níveis pré-crise. Nessa linha, houve retorno às discussões acerca da importância de uma atuação mais ativa do governo federal e dos bancos centrais para a recuperação econômica. Somou-se ao debate a relevância das políticas pós-keynesianas, que tem como objetivo promover o crescimento e o pleno emprego, inclusive, a partir de políticas contracíclicas de estímulo à economia. Nessa seção, a política econômica sob a perspectiva pós-keynesiana será alvo de análise.

1.2.1 Fundamentação teórica

A economia pós-keynesiana (PK) é a vertente teórica que segue os principais elementos presentes na *Teoria Geral* de John Maynard Keynes (1936). Embora a escola apresente algumas divergências internas quanto às possibilidades teóricas, ela se consagrou como uma base institucional, pautada em linhas de pensamento coerentes e na crença de proposições centrais comum a vários economistas pós-keynesianos. Isto é, ainda que seja composta por grupos heterogêneos, a escola de pensamento PK apresenta proposições comuns para a grande maioria de suas vertentes (KREGEL; EICHNER, 1975; LAVOIE, 2014; PALLEY, 1996):

- (i) A demanda agregada é crucial na determinação do nível de produto da economia;
- (ii) Não há mecanismos que assegurem o pleno emprego dos fatores de produção;
- (iii) A oferta de moeda é endógena e inerente ao sistema financeiro e bancário;

- (iv) As expectativas dos agentes são mutáveis, consequência da não-ergodicidade da economia;
- (v) O financiamento tem importância fundamental na dinâmica macroeconômica; e
- (vi) A distribuição de renda possui caráter social e é fator relevante.

O primeiro pressuposto implica na aceitação do princípio da demanda efetiva (PDE) de Keynes (1936, p. 60), segundo o qual a demanda agregada é responsável pelo nível de emprego e produção, tanto no curto quanto no longo prazo. O PDE atesta que o produto e o emprego demandados pelos empresários se ajustam conforme a demanda esperada; logo, funciona como uma “anti” Lei de Say⁹. Mais especificamente, esse princípio culmina na alegação de que é o investimento que determina a poupança, e não o oposto como defendia a ortodoxia. Sendo o investimento um componente autônomo e fruto das expectativas dos agentes quanto à demanda esperada, então a determinação causal ocorre no sentido *investimento* → *poupança* (LAVOIE, 2014, p. 35).

Dessa proposição também decorre a possibilidade de desemprego involuntário, apesar da oferta de emprego por parte das famílias. Isso porque os determinantes dos níveis de produção e emprego são as decisões de gastos em bens e serviços; logo, quando as expectativas de vendas estão pessimistas, a perspectiva de produção irá piorar e a demanda por trabalho reduzirá independente da oferta por parte das famílias – o que caracteriza o desemprego involuntário. Neste caso, o mercado de trabalho não garante o pleno emprego: é possível que a economia opere abaixo do pleno emprego mesmo em situação de flexibilidade de preços.

Paralelamente, na economia pós-keynesiana o “equilíbrio” econômico pode apresentar múltiplas possibilidades e, sobretudo, situar-se aquém do pleno emprego. Na visão de Lavoie (2014, p. 34), a economia capitalista apresenta fatores endógenos de distúrbio no mercado de trabalho que não podem ser sanados via ajuste de preços; com isso, múltiplos equilíbrios são possíveis – incluindo àqueles em situações de extremo desemprego involuntário ou crises financeiras. É este cenário de distúrbio econômico que justifica a intervenção do governo para atenuá-los, sobretudo por meio das políticas fiscal e monetária.

⁹ Em oposição ao PDE, a Lei de Say garante que toda produção gera um consumo de igual valor e limitado pela oferta. Sendo assim, a oferta antecede e determina a demanda dos agentes.

De forma geral, os economistas pós-keynesianos também rejeitam a hipótese de exogeneidade da oferta de moeda, a qual fora substituída pela teoria da moeda endógena. Nesta, a oferta monetária é consequência das ações do sistema bancário e financeiro: os bancos comerciais são agentes que criam moeda independentemente da existência prévia de depósitos à vista. Sendo assim, não há uma autoridade monetária controlando única e exclusivamente a oferta de moeda; daí a proposição (iii) acima. Nas palavras de Palley (1996, p. 13), em um sistema cujo crédito é determinado internamente pelos bancos, “*the quantity of money in circulation is endogenous and depends on the level of bank lending*”.

A ideia fora difundida inicialmente pelo economista Basil Moore (1988), cuja teoria afirmava que a oferta monetária era impulsionada pelos empréstimos bancários. Segundo o autor, a demanda por crédito levaria os bancos a aumentarem seus empréstimos e criarem mais depósitos independentemente da quantidade de reservas disponíveis no balanço patrimonial. Ademais, sempre que o banco comercial não tiver depósitos suficientes para cumprir o requerimento de reservas proposto pela autoridade monetária, poderá recorrer aos empréstimos interbancários ou mesmo ao banco central. Sendo assim, defende-se que a autoridade monetária não pode controlar perfeitamente a oferta de moeda e nem a quantidade total de reservas.

A partir do PDE também se chega ao pressuposto (iv), que admite a existência de fatores expectacionais e de incerteza na economia, dado o seu caráter dinâmico (KREGEL, EICHNER, 1975). Como o interesse dos economistas pós-keynesianos consiste na análise do crescimento *ao longo* do tempo, então tanto os componentes passados como as expectativas futuras afetarão as decisões dos agentes. Mais ainda, alguns elementos essenciais à dinâmica econômica conferem o caráter não-ergódico à economia, como os contratos, as dívidas e os ativos denominados em termos monetários¹⁰ (LAVOIE, 2014).

Segundo Davidson (1984; 2011), a ergodicidade confere caráter estacionário aos processos econômicos, pois a repetição dos eventos permite que os agentes adquiram pleno conhecimento de tal dinâmica. No longo prazo, os indivíduos adaptam os seus conhecimentos até dominarem todo o processo econômico e alcançarem a situação de equilíbrio. Por outro lado, não é possível ter pleno conhecimento das probabilidades futura sem uma economia não-ergódica. Defende-se que os indivíduos conhecem apenas

¹⁰ Segundo Lavoie (2014), o cenário de incerteza é assegurado justamente devido aos contratos, dívidas e ativos denominados em moeda e que requerem tempo para serem cumpridos. Logo, estes estão sujeitos à dúvida e indecisão dos agentes.

os eventos passados e não conseguem aprender pelo método de “tentativa e erro”, pois a economia é incerta e mutável a cada período do tempo.

Admitindo como válida tal hipótese, Kregel (1975, p. 1294) defende que a transmissão da incerteza para os agentes se dá por meio do investimento e da poupança. Isto porque, em um mundo não-ergódico, a incerteza não permite que os empresários façam previsões garantidas sobre as expectativas de venda e lucro futuros. Como toda venda depende da decisão de compra dos agentes – incerta e volátil a cada período de tempo –, o lucro do empresário é objeto de incerteza. Por isso, apenas por extrema coincidência estes acertariam a quantidade exata que iguala oferta e demanda (LAVOIE, 2014; PALLEY, 1996).

A aceitação do pressuposto de moeda endógena culmina também na crença do ponto (v), pois sendo os bancos àqueles que determinam a criação da moeda, então seus financiamentos aos agentes econômicos são cruciais para a economia. Isso porque são as condições de financiamento por parte do sistema financeiro que ditarão a oferta e, em alguma medida, a demanda por crédito da economia – uma lógica simples na qual os empréstimos criam os depósitos e, consequentemente, o crédito.

Para além da oferta de crédito, o tipo de financiamento também é relevante: como será analisado a seguir, as condições de financiamento são responsáveis por afetar o grau de fragilidade da economia. Isso porque a maior alavancagem dos bancos e sua atitude mais acomodatória em atender as demandas por crédito – cujo reflexo se dá em maiores empréstimos ou na introdução de inovações financeiras – permite os agentes a se endividarem mais. Estes passam a adotar uma postura menos conservadora, fazendo com que a economia fique mais sujeita aos ciclos e à volatilidade do sistema.

Por fim, a proposição (vi) atesta que a economia capitalista deve ser analisada a partir de um prisma social. Deste pensamento surge a importância de lidar com o conflito distributivo, fator integrante à atividade econômica e amplamente disseminado no mercado de trabalho (KREGEL, EICHNER, 1975). Neste, os trabalhadores buscam por maior participação na renda via aumento dos salários reais, ao passo que os capitalistas desejam aumentar seus lucros ainda mais. O conflito é fruto dos desejos opostos e geralmente causa danos à classe trabalhadora – parcela menos favorecida no conflito.

Com efeito, Kregel e Eichner (1975, p. 1296) mostram que uma gama de economistas pós-keynesianos trata da distribuição de renda como consequência da taxa de expansão econômica. Segundo os autores, a relação é dada majoritariamente pela taxa de investimento: aqueles que “controlam” o investimento também detêm o controle das taxas

de lucro e da distribuição de renda. Supondo uma economia *à la* Kalecki, os donos de capital irão lucrar a partir da dominação dos meios de produção. Como os lucros financiam a maioria dos gastos em bens de capital, então os capitalistas controlam o investimento, ao passo que os trabalhadores consomem todo seu salário, de forma que:

The essential point is that one group receives a wage determined by market forces, collective bargaining, or custom while the other receives the residual income of all the producing units in the system [...] A higher growth rate will therefore, because of the implied increase in the rate of investment, imply a different distribution of income, with a higher ratio of profit (nonwage income) to wages. On the other hand, a lower growth rate, everything else unchanged, will mean a lower ratio of profits to wages. (KREGEL, 1975, p. 1297)

Também vale ressaltar o problema da acumulação de capital, proveniente das condições de financiamento dos bancos: sendo responsáveis por conceder poder de compra, os mercados monetário e financeiro são fontes da acumulação de capital. Isso ocorre na medida em que os capitalistas se mostram mais dispostos a investir após especularem ganhos mais rentáveis, ao mesmo tempo em que a demanda pode encolher devido ao “escape” da renda da economia real para o mercado financeiro em aplicações de alta liquidez. Consequentemente, cria-se insuficiência de demanda agregada e maior especulação dos agentes.

1.2.2 A política econômica em economias monetárias de produção

Das seis proposições essenciais elencadas anteriormente, aquela de maior destaque certamente é a teoria da oferta monetária endógena e o papel da moeda nas relações econômicas. Esse pressuposto nos permite alcançar o conceito de economia monetária, fundamental devido ao rompimento com a base da ortodoxia. Nesta última, as únicas variáveis relevantes para o equilíbrio de longo prazo eram as variáveis reais; ao passo que a neutralidade da moeda implicava a ausência de influência desta sobre as escolhas dos agentes (CARDIM DE CARVALHO, 1992).

A primeira ruptura entre a economia monetária de Keynes e o *mainstream* ocorreu justamente na definição do papel que a moeda desempenha no sistema econômico. No lado da ortodoxia, defendia-se que a moeda era apenas meio de troca para satisfazer a circulação industrial (compra de bens e serviços). Por outro lado, Keynes e os economistas pós-keynesianos aceitam a moeda como ativo único e representativo de riqueza por si só. Além do uso para trocas, a moeda pode ser destinada à reserva de valor

ou para a circulação financeira – em operações que envolvem ativos e estoques de riqueza –, ou ainda como unidade de conta em contratos denominados em moeda (CARDIM DE CARVALHO, 1992, p. 46).

Sendo assim, a teoria pós-keynesiana atribui à moeda papel crucial na perspectiva econômica moderna. Devido às suas propriedades de unidade de conta e reserva de valor, os seus impactos persistem no decorrer dos períodos seguintes e não desaparecem ao final de cada período. Nas palavras de Cardim de Carvalho (1992, p. 47), a moeda “afeta as escolhas feitas quanto aos meios de conservação da riqueza, agindo como substituto de outros ativos. Com isso, está fadada a afetar não só a operação da economia no curto prazo como, também, suas posições de longo período e suas trajetórias no longo prazo”.

A partir do diferencial teórico em relação à moeda, Keynes desenvolveu a sua concepção de economia monetária de produção. Até os dias atuais, tal ideal encontra-se no *core* da teoria pós-keynesiana e auxilia no entendimento das recomendações de política econômica. Segundo esta visão, a economia é essencialmente monetária, pois a moeda representa um conceito institucional que afeta as decisões dos agentes e causa incertezas de mercado. Por outro lado, ela também é uma economia de produção porque o processo produtivo é a atividade econômica fundamental, onde os empresários se organizam para produzir e distribuir os bens em relações de mercado (CARDIM DE CARVALHO, 1992).

Na economia monetária de produção, a atividade produtiva se dá pela oferta de bens e serviços das empresas, cujo objetivo é aferir lucro. A economia caracteriza-se por diferentes posições hierárquicas para os diferentes agentes: as firmas se encontram nos patamares mais altos, “dominantes”, ao passo que as famílias incorporam os níveis mais baixos. Isso porque as empresas determinam o montante de emprego a partir das decisões do quanto investir e produzir; ao passo que a mão de obra se acomoda às resoluções dos detentores de capital.

Mais ainda, a produção requer tempo para conclusão, de modo que os empresários estão sujeitos às expectativas de demanda para fixar a quantidade produzida. Durante o processo, irão demandar fatores produtivos como mão de obra e insumos, cuja remuneração será feita em moeda. Com isso, assumem contratos e compromissos *antes* da realização da produção e com base nas expectativas de demanda, uma atividade extremamente especulativa e incerta (CARDIM DE CARVALHO, 1992, p. 54).

O conceito central da economia keynesiana é a existência de incerteza. Como visto anteriormente, a incerteza é a impossibilidade de estabelecer plenamente as

probabilidades futuras. Desta, resultam os impactos sobre as decisões de investimento e produção dos agentes. A incerteza altera as expectativas de longo prazo, fundamentais para a lógica do investimento: sujeitas a mudanças súbitas, as expectativas podem levar os agentes privados a alterarem suas decisões de investimento.

Aliado ao conceito de incerteza, há outro elemento de suma importância na economia monetária de produção: a preferência pela liquidez. Segundo Keynes (1936, p. 174), a preferência pela liquidez nada mais é se não a manutenção por ativos líquidos em diferentes circunstâncias; pode ser tanto a moeda ou outros ativos cuja rentabilidade real seja positiva. Mais especificamente, a preferência por reter moeda pode estar associada à incerteza em relação ao comportamento futuro da taxa de juros: os agentes especulam com a moeda e a mantém consigo até decidirem trocar por outros ativos que tragam maior rentabilidade.

Alves e Veríssimo (2011, p. 3) apontam que os conceitos acima descritos, e que caracterizam a economia monetária, são responsáveis por alterações nas posições de equilíbrio da economia. Diferentemente do que defende a ortodoxia, a economia não possui mecanismos de autorregulação, sendo necessário intervenções para reestabelecer o nível de atividade econômica. Daí urge a necessidade de instituições, como o governo, para manter os níveis de renda e emprego desejados, além de criar um ambiente institucional favorável para os investimentos em momentos de maior incerteza. Na mesma linha, Cardim de Carvalho (2009) defende que:

A posição alternativa [à ortodoxa] seria a de que a ordem é, realmente, garantida pela existência de instituições cujo papel é conter as tendências sistêmicas à desintegração intrínsecas à ordem social moderna. Entre essas instituições conta-se, naturalmente, o Estado, como garantidor de regras e árbitro de conflitos, mas também aquelas disposições que canalizam as energias da sociedade em uma direção construtiva.

Para Keynes (1936, p. 345) o Estado deve regular e coordenar a economia de forma não centralizadora e com indicações de suporte ao setor privado. Ou seja, deve haver relação de complementaridade entre o Estado e o mercado, já que o livre mercado não é capaz de proporcionar pleno emprego e reduzir os conflitos distributivos de renda. Ainda, como a economia não possui a capacidade de autorregulação, o governo deve atuar para regular as expectativas do setor privado e gerar um estado de confiança, o que pode evitar flutuações econômicas e, inclusive, estimular o investimento (ALVES E VERÍSSIMO, 2011).

Por fim, Keynes (1936) defende que a atuação do Estado é necessária para reduzir eventuais conflitos entre racionalidade individual e social, pois nem sempre os interesses do mercado coincidem com o interesse coletivo. Ele reconhece que o governo se diferencia dos agentes privados por influir incisivamente nas variáveis macroeconômicas mais relevantes, como o desemprego e a distribuição de renda (DE PAULA, 2008, p. 3).

Nesse contexto, o objetivo primordial da política econômica a partir de uma ótica keynesiana ou pós-keynesiana é o pleno emprego. Com efeito, defende-se a introdução de medidas que expandam a demanda agregada até seu nível de pleno emprego e estimulem os agentes a realizarem novos investimentos em um ambiente marcado pela incerteza. Dessa forma, o Estado conseguirá mitigar os riscos intrínsecos à economia de modo que a estabilidade de preços possa ser alcançada, sendo, ainda, compatível com níveis de emprego e produto mais elevados (DE PAULA, 2008).

Para tal, o governo possui mecanismos únicos de mobilizar recursos e dispõe de instrumentos fundamentais para influenciar a economia, afetar o grau de percepção acerca da incerteza e moldar as expectativas dos agentes. Na economia pós-keynesiana, é crucial a coordenação entre múltiplas políticas macroeconômicas: fiscal, monetária, cambial e de renda (DE PAULA, 2008, p. 5).

A forma de ação do Estado engloba a intervenção tanto nos incentivos a investir, descritos pela eficiência marginal do capital e taxa de juros, como na propensão a consumir dos agentes (KEYNES, 1936). Nessa linha, para alcançar os resultados desejados e alterar tais componentes, o governo dispõe de instrumentos como os gastos públicos, as alíquotas de impostos e a taxa de juros – esta última sob controle da autoridade monetária.

A política fiscal atua sobre os níveis de demanda agregada por meio do efeito multiplicador sobre a renda privada. De forma geral, pode ser manejada por meio dos gastos públicos e da tributação com o objetivo de gerar efeitos multiplicadores positivos sobre a renda e o emprego. De acordo com Keynes, o investimento público seria capaz de alterar as expectativas dos agentes e incentivá-los a investir em capital fixo, pois geraria externalidades positivas com as melhorias na infraestrutura e criação de condições para a realização dos seus investimentos (DE PAULA, 2008, p. 11).

Ainda, na economia pós-keynesiana, defende-se o uso da política anticíclica: as contas públicas relativas ao orçamento corrente – para cobrir despesas que garantam a oferta de bens públicos necessários – devem ser deficitárias quando a economia enfrenta retração e superavitárias em caso de expansão. Dessa forma, o orçamento público funciona como

um estabilizador automático de demanda, reduzindo o hiato entre oferta e demanda (ALVES; VERÍSSIMO, 2011; CARDIM DE CARVALHO, 2008, p. 21; DE PAULA, 2008).

Concomitante aos efeitos nas expectativas empresariais, a política fiscal expansionista para estímulo da demanda não corroeria o orçamento, pois não seria necessariamente deficitária. De acordo com Cardim de Carvalho (2008, p. 7), o crescimento da renda agregada leva a um aumento da arrecadação de impostos, da poupança e da demanda por títulos, inclusive os da dívida pública, que “autofinanciaria” o aumento dos gastos públicos.

Por outro lado, como visto anteriormente, a política monetária visa alterar a taxa de juros básica para influenciar as condições de crédito, o investimento e o produto. A sua implementação pode ter impactos relevantes na demanda agregada: a política de taxa de juros influi sobre os portfólios dos agentes privados e pode estimulá-los a aumentarem ou reduzirem os investimentos e a produção.

Segundo De Paula (2008, p. 11), o principal canal de atuação da PM ocorre através da antecipação (expectativa) dos movimentos das taxas de juros. Ou seja, os agentes privados formulam expectativas em relação a trajetória futura das taxas de juros. Com isso, esperam que os juros gravitem ao redor do nível estipulado e que os *policy-markers* sinalizem de forma clara os movimentos pretendidos.

Dessa maneira, os empresários irão agir de acordo com as expectativas: caso antecipem a redução das taxas de juros, podem aumentar os investimentos realizados. Ainda, os economistas pós-keynesianos defendem que a política monetária deve ser acomodatória; a taxa de juros estabelece a oferta de moeda que acompanha a demanda e suas oscilações segundo o grau de preferência pela liquidez, ao passo em que evita desequilíbrios no crédito e no investimento. Portanto, não se deve negligenciar os efeitos da PM na economia, pois seu manejo altera tanto as decisões de investimento como a tomada de crédito (ALVES E VERÍSSIMO, 2011).

O mecanismo é tal que uma taxa de juros equivalente à eficiência marginal do capital impede a retração do crédito e o financiamento para os investimentos dos agentes. Isso porque, para o investimento acontecer, sua taxa de retorno esperada deve ser no mínimo igual à taxa de juros da economia; caso contrário, não seria vantajoso investir. Contudo, De Paula (2008) ressalta os limites da política monetária para a normalização da economia, pois esta por si só não é suficiente para impedir a volatilidade nas decisões de

investimento. Sendo assim, a política monetária deve estar associada a um pacote de medidas fiscais, que impactam em maior grau o investimento, como visto anteriormente.

Em suma, Keynes (1936) defende a intervenção do Estado como forma de reduzir as oscilações econômicas, intrínsecas à economia capitalista. A incapacidade da economia por si só de gerar harmonia social, marcada pelas diferenças de interesse entre racionalidade individual e social, impede que a economia alcance o pleno emprego. Como vimos, tal fato torna necessária a ação do governo no que diz respeito à regulação e ordenação de medidas que visem o bem-estar social.

1.2.3 A visão *minskyana* como extensão do núcleo pós-keynesiano

Para melhor compreender as recomendações de política econômica, iremos ampliar o arcabouço básico pós-keynesiano para incorporar a contribuição e os conceitos de Hyman P. Minsky. Suas ideias são centrais para a análise dos aspectos financeiros das crises em uma economia capitalista e auxiliam a adentrar nas especificidades da demanda e oferta de crédito para os economistas pós-keynesianos.

De acordo com Minsky (1986, p. 225), na teoria neoclássica os bancos são meros intermediários financeiros entre os poupadores e investidores e por isso são considerados agentes neutros. O objetivo do mercado monetário e das ações dos bancos, nesse caso, é atuar entre os demandantes por recursos líquidos e os seus ofertantes, de onde decorrerá uma taxa de juros de equilíbrio entre ambos. Logo, não há qualquer impacto sobre a economia real, pois o financiamento fica restrito à relação de equilíbrio entre demanda e oferta por crédito para realizar investimento.

Por outro lado, os economistas pós-keynesianos defendem a existência de uma relação mais complexa entre a demanda e a oferta por crédito. Segundo Wray (1992), a demanda por moeda ocorre na medida em que os gastos planejados dos agentes aumentam e o público não-bancário necessita de crédito para financiar seus gastos. Nessa linha, o crédito é visto como uma dívida emitida para financiar os gastos dos agentes “deficitários”, ao passo que os agentes privados (instituições bancárias) podem perfeitamente garantir a criação do crédito.

De acordo com Wray (1992, p. 301), “*it is useful to characterize money demand as a flow demand for finance. In a modern capitalist economy, money demand is satisfied primarily by an expansion of bank liabilities*”. Caso as instituições financeiras acomodem essa demanda, a oferta de moeda irá ampliar à medida que os gastos se elevam. Em outras

palavras, o aumento da demanda por crédito requer maior financiamento: a demanda determina maior ou menor oferta de crédito.

Nessa linha, os economistas pós-keynesianos defendem que os bancos são agentes não-neutros e que procuram maximizar sua rentabilidade a partir do financiamento às empresas e aos outros bancos (MINSKY, 1992). Ademais, são capazes de criar crédito ainda que inexistam depósitos prévios: eles criam ativamente moeda bancária e ajustam seus ativos e passivos, mesmo que não haja disponibilidade prévia em caixa. Mais ainda, desempenham papel relevante nas condições de financiamento da economia, uma vez que estabelecem o volume e as condições em que o crédito é ofertado.

Desses elementos resultam a disponibilidade de poder de compra dos demais agentes e a criação de novos gastos, o que impacta o investimento, o emprego e o produto da economia (DE PAULA, 1998, p. 24). Como qualquer outro agente, os bancos estão sujeitos ao *trade-off* entre a maximização de suas rentabilidades e a preferência pela liquidez em uma economia submetida à incerteza. Isto significa que nem sempre as instituições financeiras buscarão as aplicações mais lucrativas, pois também demandam ativos com elevado grau de liquidez e dentro de suas margens de segurança¹¹ a depender dos riscos financeiros, conforme será visto na sequência.

É neste momento que os conceitos de incerteza e preferência pela liquidez se mostram relevantes: quando as expectativas estão otimistas, os bancos aumentam seus riscos e incluem nos portfólios os ativos mais lucrativos e com maior maturação; ao passo que em um cenário pessimista e de maior incerteza, a preferência pela liquidez destes agentes reduz sua procura por aplicações mais arriscadas e de maiores prazos (DE PAULA, 1998).

Portanto, a oferta de crédito fica estabelecida de acordo com o desejo dos bancos em criarem ativamente depósitos e créditos, respeitando suas decisões entre rendimento vs. preferência pela liquidez. Assim sendo, as instituições financeiras participam de maneira crucial no processo de crescimento econômico: à medida que os bancos esperam obter maiores rendimentos, ofertam crédito para acomodar a demanda por recursos. Desta forma, cria-se condição suficiente para que os empresários realizem seus investimentos e demandem mais emprego; por isso, atribui-se aos bancos o papel de financiar o investimento e afetar os níveis de emprego e produto.

¹¹ As margens de segurança são definidas como uma parcela de ativos líquidos mantida pelas instituições financeiras além das suas necessidades operacionais. Logo, oferecem proteção contra possíveis eventos inesperados ao longo do período.

Os bancos aumentam sua lucratividade alterando sua composição dos passivos (obrigações) e, eventualmente, aumentando o seu grau de alavancagem – razão entre o patrimônio líquido e o total de ativos. Por isso, agem de maneira dinâmica no lado das obrigações: buscam novos depósitos ou administram suas reservas e interferem ativamente nas escolhas de recursos do público. Assim como os demais agentes da economia, sabem que a inovação pode assegurar lucros extraordinários por algum período de tempo, por isso, buscam inovar nos ativos que adquirem e nos passivos que comercializam.

Em outras palavras, os bancos não tomam seu passivo como dado; ao contrário, procuram introduzir inovações financeiras e manusear as obrigações de forma a modificar as preferências dos depositários. Sendo assim, e somado ainda ao fato de possuírem preferência pela liquidez, os bancos conseguem alterar as condições de financiamento e as variáveis reais da economia (DE PAULA, 1998).

No que tange aos aspectos financeiros de crise, Minsky (2016, p. 62) inicia o estudo a partir da análise da *Teoria Geral* de Keynes, na qual os atributos financeiros da economia capitalista seriam os principais responsáveis pelo seu comportamento instável. Isso porque qualquer economia com o sistema financeiro robusto e sofisticado possui elevado grau de financiamento, cujas inovações poderiam incorrer em instabilidade econômica.

Tomando como base o comportamento da economia norte-americana pré-Segunda Guerra Mundial e durante as décadas de 1960 e 1970, Minsky (2016) chama atenção para as turbulências que atingiram o mercado financeiro. Como esses fenômenos eram recorrentes, o autor acreditava que as crises financeiras eram sistêmicas e inerentes à economia capitalista, ao invés de serem meros acidentes como preconizava a ortodoxia até então.

Isso é fácil de compreender quando assumimos uma visão mais financeira, representada pelo que Minsky (1982, p. 64) chamou de “paper world”. Neste, a dinâmica da economia capitalista e financeira exige que os agentes se endividem (*debt finance*). Isso porque a expansão dos investimentos empresariais para obtenção de lucro depende estritamente do financiamento; ou seja, do aumento de capitais de terceiros em suas obrigações.

Ainda, as condições do financiamento desempenham papel relevante no que tange à instabilidade econômica, pois estas dependem das posições de carteira dos agentes, bem como da estrutura financeira dos mesmos (MINSKY, 1982, p. 66). A todo momento, os

agentes adquirem contratos e compromissos assumidos no presente para pagamentos futuros; e o que viabiliza esta estrutura são os fluxos de caixa – ou lucros brutos depois de retirados os custos e taxas – criados a partir do processo gerador de renda de empresas, famílias e órgãos governamentais.

Por sua vez, o lucro bruto dos empresários depende fundamentalmente dos gastos em bens de capital usados na produção – resultado das decisões de investimento – e da capacidade de cumprir os compromissos contratados. Esta última é importante para determinar as condições de financiamento da dívida que irão permitir a realização do investimento (MINSKY, 1982, p. 65). Logo, o investimento possui uma teoria financeira que não pode ser ignorada, pois é o endividamento (*debt finance*) para custeá-lo que determinará a dinâmica instável da economia.

De forma geral, o investimento é financiado por empréstimos internos e externos realizado por instituições financeiras como bancos comerciais e de investimento. Segundo Minsky (1975, p. 116), a extensão do financiamento dependerá das expectativas futuras quanto ao fluxo de caixa das empresas e da disposição dos bancos para emprestar. Dessa forma, em momentos de expansão da economia, o aumento do lucro bruto esperado das firmas incorre na maior disposição para realizar financiamentos.

A alavancagem dos empréstimos, assim como as inovações financeiras e o aumento da propensão ao risco – características presentes nos momentos de *boom* – tornam a economia ainda mais instável em termos financeiros. Portanto, Minsky (1975, 1982) defende que o comportamento da economia depende estritamente do ritmo do investimento, principal componente nas flutuações.

Outra forma de enxergar a instabilidade financeira foi desenvolvida por Minsky posteriormente. O autor se contrapõe à visão neoclássica, na qual a economia estaria sempre em busca de um equilíbrio atrator e dentro de um sistema sustentável. Na tentativa de retomar a explicação da crise que culminou na *Teoria Geral* de Keynes (1936), Minsky formula a sua hipótese da instabilidade financeira a partir da economia capitalista com sistema financeiro robusto, desenvolvido e cujo objetivo é a acumulação de ativos de capital.

Para o autor, a acumulação de capital depende da “troca” entre o dinheiro presente e o dinheiro futuro: enquanto o primeiro garante o investimento para os recursos usados na produção, o segundo corresponde aos lucros que retornam às empresas. A acumulação ocorre quando os lucros superam o investimento executado pelos empresários. Nesse instante, Minsky dialoga com Keynes (1972) sobre a relevância do financiamento como

engrenagem da economia capitalista – como parte do financiamento depende de compromissos de pagamento (*liabilities*), então os bancos desempenham papel fundamental nessa dinâmica.

Dentro da dinâmica do financiamento, o fluxo de crédito ocorre entre os bancos, que procuram maior rentabilidade, e as firmas, que visam obter maiores parcelas de lucros a partir de seus investimentos. O financiamento dos bancos às empresas depende da expectativa de lucros futuros das firmas, ao passo que o pagamento aos bancos dependerá da realização de tais lucros. As expectativas de lucros das firmas irão ditar a quantidade de contratos de financiamento e o preço de mercado de tais contratos, ao passo que os lucros realizados determinam o cumprimento ou não cumprimento dos compromissos adotados.

Portanto, Minsky (1992, p. 7) sustenta que a hipótese da fragilidade financeira decorre do impacto da dívida no sistema e da forma como ela é validada. Sendo os bancos agentes não neutros e que buscam maximizar a sua rentabilidade, tanto a forma com que realizam empréstimos como para quais unidades pode afetar a estabilidade da economia. Por isso, é de extrema relevância separar as posições financeiras dos agentes de acordo com a margem de segurança de cada um; dessa forma, podemos ter uma ideia do grau de fragilidade do sistema financeiro e da economia.

Nesse momento, Minsky separa a estrutura financeira da economia em três grupamentos ou tipos de estruturas financeiras que comparam as composições passivas dos agentes (custos de endividamento), contra as estruturas ativas (expectativas de fluxo de caixa). As estruturas variam entre uma posição mais conservadora (*hedge*), com boa margem de segurança, e uma posição mais especulativa, na qual as unidades não mais seriam capazes de pagar suas dívidas, por um período de tempo, apenas com o fluxo de caixa líquido esperado naquele instante de tempo, sendo necessário um refinanciamento (MINSKY, 1986, p. 286).

Segundo De Paula e Alves Jr. (2003, p. 13), de acordo com Minsky, a estrutura financeira da economia depende da imposição de margens de segurança entre fluxos esperados de lucros futuros e os compromissos financeiros assumidos. Logo, a margem de segurança consiste na proteção contra qualquer evento surpresa e pode ser definida tanto para o fluxo de caixa, na forma de uma diferença entre os ativos esperados e suas obrigações financeiras, como para o balanço patrimonial – uma parcela de ativos líquidos além de suas necessidades operacionais.

Nas unidades *hedge*, o fluxo de caixa do agente supera suas obrigações financeiras em qualquer período de tempo; logo, são unidades mais conservadoras, pois independem da trajetória da taxa de juros para cumprirem com seus compromissos. Por outro lado, as unidades *especulativas* não possuem fluxos de caixa que cubram o principal da dívida no início do projeto de investimento, apenas especulam que as receitas futuras sejam suficientes para o pagamento das despesas financeiras. Por isso, dependem da “rolagem” de seus passivos e contam que não haverá aumento nos custos financeiros de forma a impossibilitar seus projetos.

Por fim, as unidades *Ponzi* são casos extremos das unidades com posturas financeiras especulativas: os agentes não possuem fluxo de caixa para cobrir o principal e nem para o pagamento dos juros da dívida. Elas podem vender seus ativos, realizar empréstimos para rolagem da dívida ou esperar pela sua renegociação, mas a todo instante estarão sujeitas a eventuais mudanças nas condições de mercado. Por isso, são consideradas as posições mais problemáticas para a estabilidade da economia e do sistema financeiro: como apresentam baixa margem de segurança, não têm caixa ou balanço o suficiente para acobertar em caso de necessidade.

Com essa exposição, Minsky (1986) apresenta a sua hipótese da fragilidade financeira, correlacionando o grau de fragilidade de uma economia ao número de agentes com postura *hedge*, especulativa e *Ponzi*. Nas palavras de Minsky (1986) “quanto maior o peso dos sistemas financeiros baseados em esquemas como o especulativo e o *Ponzi*, menor as margens gerais de segurança na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira”. Portanto, em uma economia com predominância de unidades especulativas e *Ponzi*, o grau de fragilidade financeira é elevado e qualquer tendência de reversão do crescimento econômico pode levar a uma crise (MARTINS; MACAHYBA; TORRES, 2020).

Na fase de crescimento da economia, a robustez do sistema financeiro leva os bancos a crerem que os agentes conseguirão cumprir suas obrigações, aumentando o grau de alavancagem e as concessões de empréstimos. Ainda, a tendência é que as instituições financeiras reduzam suas margens de segurança devido à redução da incerteza. Como consequência, eleva-se a quantidade de agentes endividados e com postura especulativa ou *Ponzi*, o que contribui para a fragilidade da economia. Paralelamente, qualquer mudança repentina no cenário econômico que prejudique a capacidade de pagamento dos agentes coloca em xeque a robustez da economia, que caminhará para um estado de instabilidade ao longo do tempo.

Sendo assim, o comportamento dos bancos é dual: ao mesmo tempo em que incentiva os gastos dos agentes, cujo impacto se mostra por meio de crescentes taxas de emprego e produto, também torna a economia mais frágil e acentua os ciclos econômicos. Para atenuar o comportamento dos bancos e as flutuações originadas, o governo federal e a autoridade monetária devem intervir diretamente e reestabelecer a estabilidade econômica e financeira.

Em um estudo sobre a obra de Minsky, Wray (2016) ressalta que o autor defendia a existência de instituições que poderiam atenuar o ciclo econômico e reduzir a instabilidade provocada pelo aumento da fragilidade financeira. Trata-se das entidades federais ou outras instituições privadas que imponham restrições e regulamentações, como o *Big Government* e o *Big Bank*.

Em relação ao *Big Government*, o governo federal pode desempenhar papel crucial para sustentar os níveis de demanda e, inclusive, aumentar o lucro bruto empresarial. Portanto, quanto maior a participação do governo de forma a garantir que o financiamento não deteriore, mais atenuado será o comportamento dual dos bancos e menor a vulnerabilidade da economia (MINSKY, 1992, p. 5). Nas palavras do autor:

The business profits implications of big government offset a tendency for the debt sustaining capacity of business to diminish whenever financial market disturbances induce a decline in consumer and business spending. The economy has behaved differently in the postwar period than in earlier epochs, mainly because of the increase in the relative size of the federal government, not necessarily because of any greater skill of policy makers (MINSKY, 1982, p. 65).

Representado pelo Tesouro Nacional, a ideia do *Big Government* é que a autoridade estipule políticas contracíclicas a depender da fase do ciclo (ascendente ou recessiva). Ou seja, durante o *boom* econômico o governo impõe restrições orçamentárias nos gastos públicos e aumenta as alíquotas de impostos. Por outro lado, o consequente acúmulo de reservas no período de crescimento permite que o governo realize déficits orçamentários e diminua os impostos para atenuar a fase recessiva do ciclo (WRAY, 2016).

Sendo assim, o *Big Government* desempenha uma política fiscal contracíclica e responsável pela manutenção da renda agregada e dos fluxos de receitas do setor privado, que decaem em momentos de crise devido à redução dos gastos dos agentes. Portanto, o papel do governo durante a recessão consiste em manter os níveis de renda, sustentar os compromissos financeiros privados, melhorar a composição das carteiras e dos balanços dos bancos e garantir a estabilidade do sistema financeiro.

Há ainda o conceito do *Big Bank*, representado inicialmente pelo Fed, banco central norte-americano, na análise de Minsky. De acordo com Wray (2011), o Fed desempenha inúmeras funções, como estabelecer as taxas de juros nominais, regular e supervisionar bancos e realizar empréstimos às instituições financeiras. Todos esses papéis são funções tradicionais de um banco central, e o que os diferencia do conceito de *Big Bank* é a atuação incisiva deste último como prestador de última instância, política vista como essencial para Minsky.

Posteriormente, o *Big Bank* foi atribuído à figura de qualquer banco central como prestador de última instância durante uma crise financeira. Wray (2011) defende a importância da função do BC como “banco dos bancos” devido à dificuldade das instituições financeiras em venderem ativos para pagarem suas dívidas em momentos de crise. Na presença de um prestador como o BC, não há necessidade da venda de ativos, pois a autoridade monetária empresta reservas para cobrir as retiradas.

Nessa atuação, o principal objetivo da autoridade monetária é facilitar a concessão de crédito por meio da injeção de liquidez no mercado. O BC deverá emprestar reservas a qualquer banco comercial que enfrente retiradas diversas ao longo de uma crise; assim, a autarquia previne o colapso dos bancos nos momentos de corrida bancária e mantém a estabilidade macroeconômica.

Mais ainda, quando o BC age como o “banco dos bancos”, determina o piso para o preço dos ativos ao emprestar reservas para que os bancos não tenham que vender a baixos preços. Com isso, assegura o bom funcionamento do mercado, mantém a liquidez e impede a deflação no preço dos ativos (WRAY, 2016).

Como exemplo prático da teoria acima exposta, a preocupação crescente com o aumento da desigualdade distributiva e da taxa de desemprego colocou em pauta políticas econômicas que vão ao encontro do ideal defendido por Minsky. Nestas propostas, o governo federal desempenharia papel crucial na assistência à população por meio de programas que visam o bem-estar geral e que seriam financiados majoritariamente pelo aumento dos gastos (emissão de dívida) do governo federal.

Apesar de ser um primeiro passo para a redução da desigualdade, esta medida não deve ser a única a ser tomada, sobretudo em um cenário cujo desemprego involuntário é realidade. Isso porque as políticas de bem-estar social podem não ser capazes de erradicar a pobreza, apenas diminuí-las para alguns grupos; sendo necessário observar as camadas que constituem a população em situação de vulnerabilidade.

Em estudo desenvolvido por Minsky nos EUA durante a década de 1960, notou-se que 60% da população em situação de pobreza estava desempregada ou subempregada. Portanto, defende-se que o objetivo central do governo no combate à pobreza deveria englobar programas que assegurem o pleno emprego (LEVRERO, 2019). Nessa linha, surgiu o ideal do governo federal como empregador de última instância: Minsky acreditava que reduzir o desemprego, a pobreza e a desigualdade ajudaria a promover estabilidade financeira.

Sendo assim, o autor era defensor da criação de um programa de “*job creation*” por parte do governo, cujo objetivo era fornecer trabalho aos cidadãos de baixa renda – ainda que por um salário mínimo. O estudo estimou que o programa tiraria 2/3 das famílias da linha da pobreza e aumentaria a produção suficientemente para suprir a nova demanda por consumo desses trabalhadores (WRAY, 2016).

Mais especificamente, Levrero (2019, p. 43) salienta que o programa de *empregador de última instância* de Hyman Minsky atribuía ao governo federal o papel de empregador central, “de modo que a demanda por trabalho seria infinitamente elástica ao nível do salário mínimo e independente de mudanças nas expectativas de lucro de curto e longo prazo do setor privado”. A ideia era que o governo oferecesse emprego público de até 32 horas semanais e remunerado pelo salário mínimo àqueles que estivessem desempregados ou aos trabalhadores de meio período. Ainda, esse programa deveria ser intensivo em força de trabalho e não substituir a oferta de emprego privado, apenas compensá-la em momentos que o setor privado não estivesse absorvendo mão de obra.

Dessa forma, o programa asseguraria (i) o acréscimo na renda familiar, pois o número de membros da família com trabalho aumentaria; (ii) a retirada de pessoas da linha de pobreza; (iii) um piso para o salário mínimo; (iv) mais vagas de emprego do que indivíduos desempregados; e (v) educação e treinamento aos trabalhadores não qualificados que estivessem no programa. Portanto, o governo atuaria como “depósito” de trabalho ao demandar mão de obra remunerada pelo salário mínimo e ofertá-la a taxas próximas ao salário mínimo quando o setor privado estivesse pronto para absorver trabalho (LEVRERO, 2019).

1.2.4 Síntese

As políticas econômicas pós-keynesianas apresentam maior complexidade se comparadas às políticas ortodoxa. O foco passa a ser no pleno emprego, e não apenas na

taxa de inflação. Por isso, tanto a política monetária como a fiscal apresentam instrumentos diversos, que inclusive exigem maior intervenção do governo federal e do banco central. De um lado, a política monetária pode ser utilizada de forma a estimular as condições de crédito, os níveis de investimento e consumo. Por outro lado, a política fiscal pode gerar efeitos multiplicadores sobre a renda.

Aliada à extensão *minskyana*, a política pós-keynesiana admite grau ainda maior de complexidade. Quando os aspectos financeiros da economia são incorporados, nota-se que as instituições financeiras desempenham papel relevante na dinâmica da política econômica. Como visto, os bancos são agentes capazes de alterar a quantidade de crédito na economia e, por isso, possuem aspecto dual: podem aumentar ou reduzir a fragilidade financeira da economia. Para reduzir possíveis efeitos nocivos, o governo e o banco central devem agir de maneira mais assídua com instrumentos ainda mais amplos de política monetária.

1.3 Síntese

O presente capítulo discutiu os fundamentos teóricos do NCM, escola que pautou a macroeconomia *mainstream* desde o final do século XX. Com enfoque na política monetária e no manejo das taxas de juros para alcançar a estabilidade de preços, os instrumentos da escola não foram suficientes para sustentar o nível de produto quando a crise do *subprime* eclodiu. Por isso, foram necessárias intervenções que vão de encontro às recomendações de políticas pós-keynesianas.

Em momentos de crise, tais políticas não convencionais se aproximam das prescrições de política pós-keynesiana. Ambas podem desempenhar caráter anticíclico para estimular os níveis de demanda agregada e assegurar o nível de pleno emprego. Por isso a importância de discutir a teoria pós-keynesianas e as suas recomendações de política, cuja extensão para o núcleo *minskyano* abre um leque ainda maior de instrumentos complexos para gerir a economia em situação de crise.

À exemplo disso, a política monetária não convencional implementada após a crise de 2008 aproximou-se das políticas pós-keynesianas em termos de utilização de outros instrumentos e canais de transmissão da política monetária, além das taxas de juros. Mais ainda, os conceitos de *Big Government* e *Big Bank* se assemelham à ideia pós-keynesiana de maior intervenção do Estado para garantir os níveis de demanda agregada e o bom funcionamento do sistema financeiro, principalmente em um ambiente de crise.

Capítulo 2. Pandemia da covid-19 no Brasil: A crise econômica e sanitária

A crise sanitária e econômica do novo coronavírus representou um duplo choque de oferta e demanda: incorreu no fechamento de inúmeros comércios, serviços, postos de trabalhos e reduziu o consumo e o investimento dos agentes. A primeira seção deste capítulo mapeia e descreve brevemente os impactos da covid-19 na economia mundial e, com mais detalhes, no cenário doméstico. O capítulo exibirá as consequências para o lado monetário por meio da análise do mercado financeiro, incluindo o comportamento dos preços dos ativos e taxas de juros, mas também considera o lado real, com o aumento da inadimplência das empresas e queda da renda privada disponível.

Para suavizar a crise econômica instaurada, o governo federal e a autoridade monetária utilizaram um conjunto de políticas fiscais, monetárias e creditícias expansionistas e de transferência de renda. Assim sendo, a segunda seção do estudo expõe as principais medidas para lidar com a crise adotadas entre 2020 e o primeiro semestre de 2021. O foco será nas ações do Banco Central do Brasil e na sua política monetária e creditícia. Adicionalmente, se discorre sobre o pacote fiscal do governo e os programas de auxílio emergencial, com impactos relevantes na renda das famílias e balanço patrimonial das empresas.

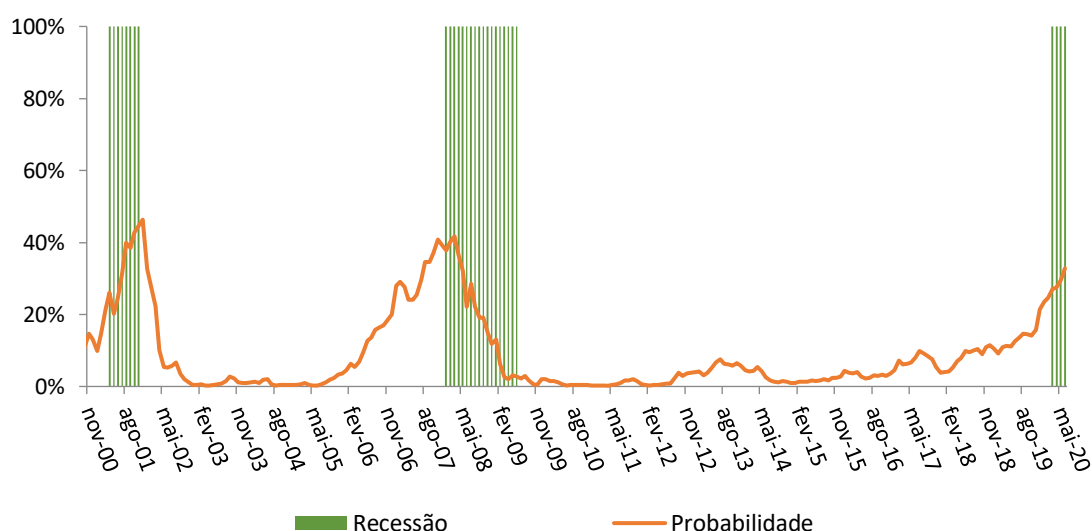
2.1 Breve relato dos efeitos da covid-19 no cenário mundial e na economia brasileira

A crise da covid-19 surgiu no momento em que as economias ao redor do mundo cresciam a ritmos lentos ou moderados: a taxa de crescimento mundial não superou a faixa dos 3% nos últimos quatro anos, enquanto o valor registrado na América Latina não alcançou nem os 2%. Não obstante, a situação se tornou ainda mais dramática no Brasil tendo em vista que o país não se recuperara dos anos de recessão de 2015-16 – em 2019, o PIB brasileiro ainda se encontrava 3% abaixo daquele registrado em 2014 (WORLD BANK, 2019; FEIJÓ, 2020).

Foi nesse contexto que o coronavírus atingiu as economias já fragilizadas e causou instabilidade aos países afetados. O IPEA (2020a) destaca que em um primeiro momento a turbulência atingiu o mercado financeiro e se refletiu nos principais indicadores de crise

ao redor do globo. No caso norte-americano, um primeiro indicativo do colapso econômico pode ser visto pelo índice de probabilidade de recessão do país, vigente desde a década de 1950. O indicador de probabilidade de recessão é calculado pelo Fed e usa a inclinação da curva de rendimento (*spread* a prazo) dos títulos do Tesouro para estipular a possibilidade de um colapso na economia norte-americana doze meses à frente (Gráfico 2.1). O *spread* é definido como a diferença entre as taxas de juros de longo prazo e de curto prazo; neste caso, é a diferença entre as taxas dos títulos do Tesouro de dez anos e de três meses.

Gráfico 2.1 – Indicador de probabilidade de recessão nos EUA doze meses à frente



Fonte: New York Federal Reserve. Elaboração própria.

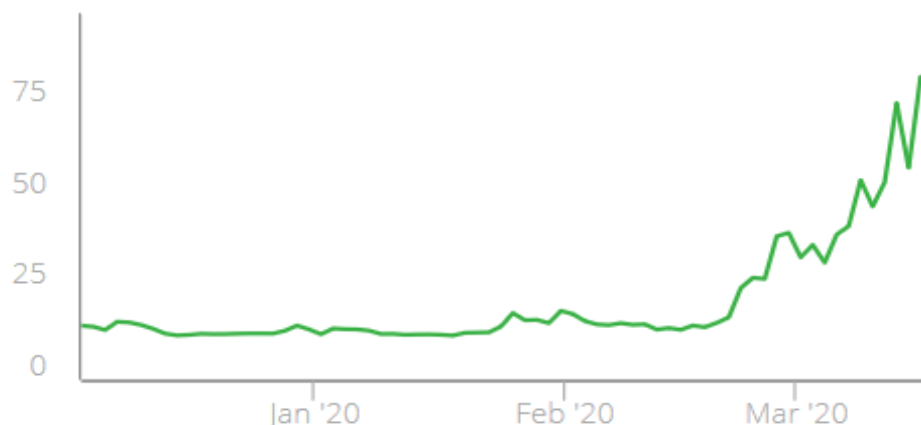
Portanto, a curva compara as diferentes maturidades dos títulos e reflete o ânimo do mercado: sua inclinação positiva indica que é mais seguro para os investidores manterem títulos de curto prazo. Por outro lado, a inversão da curva revela a incerteza do mercado no curto prazo e, geralmente, precede os cenários de crises econômicas e financeiras (ESTRELLA E TRUBIN, 2006).

Quando incorporada ao cálculo do indicador de probabilidade de recessão, o descolamento da curva de rendimento mostrou a iminência da crise já em fevereiro de 2020. Em março, o valor do índice equiparou àquele visto na Grande Recessão de 2008-09 e passou dos 30%, patamar considerado extremamente alarmante pelos analistas financeiros.

O aumento da incerteza pode ser observado no índice que capta a volatilidade dos preços das ações nos EUA, o VIX. O valor histórico de 82 pontos base registrado em

março de 2020 foi o triplo daquele visto em fevereiro e transmitiu a expectativa pessimista do mercado frente aos impactos da crise, como mostra o Gráfico 2.2 abaixo. Posteriormente, diversos países acionaram os *circuit-breakers* devido à queda brusca nas suas bolsas de valores, com ênfase na contração de 12% da bolsa norte-americana entre 24 e 28 de fevereiro.

Gráfico 2.2 – Índice de volatilidade do preço das ações nos EUA (VIX)



Fonte: CBOE¹².

Cabe ressaltar que a paralisação da bolsa ocorre em momentos de extrema volatilidade e é acionada como um mecanismo de proteção quando os principais índices caem abaixo de certo valor estipulado por cada país. Ao analisar o primeiro mês pós deflagração da crise, esses valores foram ainda mais alarmantes: na primeira semana de abril, a desvalorização total da bolsa ficou entre 17% e 28% nos países da União Europeia, nos EUA e na China (IPEA, 2020a; BCB, 2020a).

No Brasil não foi diferente. O mercado de capitais brasileiro seguiu a trajetória internacional, mostrando-se intensamente volátil e apresentou quedas abruptas nos seus indicadores, como a Ibovespa, o IMA Geral e o IDA Geral (Tabela 2.1). Portanto, o efeito imediato da pandemia foi a instabilidade dos mercados financeiros, cuja consequência fora a rápida deflação nos preços dos ativos, principalmente no primeiro trimestre do ano.

Mais ainda, viu-se a elevação abrupta das taxas de juros de longo prazo da dívida pública, o que, de acordo com Martins, Torres e Macahyba (2021), indica a redefinição dos portfólios em direção a ativos com maior liquidez. Como maior liquidez indica mais segurança aos investidores, tal fato intensifica a desvalorização dos ativos menos líquidos

¹² Chicago Board Options Exchange. Para mais informações, acessar: <<http://www.cboe.com/vix>>.

e mais arriscados, como mostra a Tabela 2.1, que capta o rendimento nominal dos índices de mercado e debêntures da Anbima e a variação do Ibovespa.

Tabela 2.1 – Variação mensal nos preços dos ativos em 2020 (%)

	IMA	IDA	Ibovespa
Jan/20	0,56	0,69	-1,63
Fev/20	0,45	0,39	-8,43
Mar/20	-1,98	-5,15	-29,90
Abr/20	0,86	0,88	10,25
Mai/20	1,02	1,31	8,57
Jun/20	0,99	1,30	8,76
Jul/20	1,74	2,00	8,26
Ago/20	-0,60	0,54	-3,44
Set/20	-0,60	0,21	-4,8
Out/20	0,09	0,54	-0,69
Nov/20	0,73	0,21	15,9
Dez/20	2,02	1,70	9,30

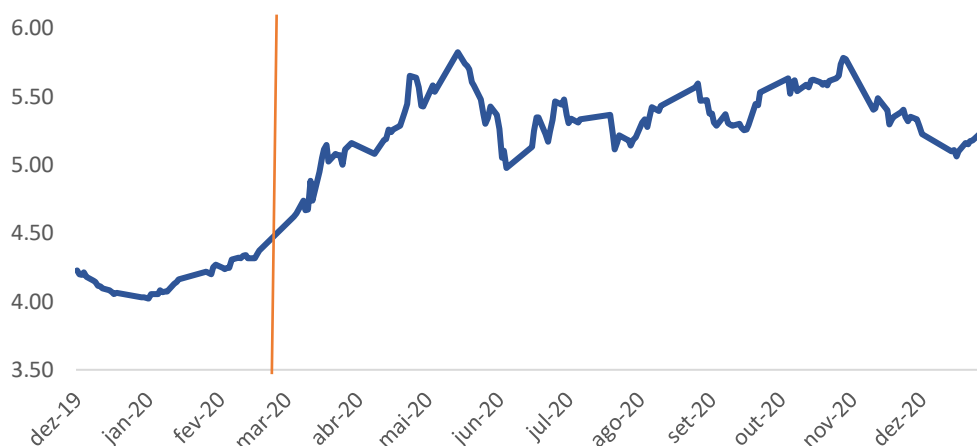
Fonte: Anbima. Elaboração própria.

A Ibovespa, principal indicador da bolsa de valores brasileira e sinalizador dos movimentos do mercado financeiro, sofreu quedas que totalizaram 45% entre fevereiro e março de 2020. Segundo Vieira et al (2021), a desvalorização na Ibovespa foi um importante termômetro que refletiu a perspectiva negativa com a atividade econômica, já que, pelo menos no curto prazo, reflete o ânimo do mercado. Após alguns meses de recuperação, o indicador voltou a cair no terceiro trimestre de 2020 devido à incerteza com a pandemia e às condições de liquidez internacionais.

Por outro lado, o IMA geral corresponde à carteira que capta o comportamento de todos os títulos da dívida pública doméstica, enquanto o IDA geral reflete o mercado de títulos corporativos (debêntures). Ativos atrelados a prazos mais longos sofreram rápida deflação pós-pandemia, uma vez que refletem o vigor da economia no longo prazo e são mais suscetíveis às flutuações da atividade econômica (ANBIMA, 2021). Acompanhando a tendência da Ibovespa, as principais quedas desses outros índices ocorreram em março, logo após a deflagração da crise, e no terceiro trimestre.

Com a incerteza instaurada no mercado financeiro e nas principais bolsas de valores, as moedas dos países emergentes também desvalorizaram abruptamente, refletindo os movimentos de capitais na direção dos ativos do Tesouro americano. De acordo com o IPEA (2020a), em fevereiro de 2020, a previsão do Boletim Focus divulgado pelo BCB era que a cotação do dólar se mantivesse constante até 2023 em torno de R\$ 4,10; no entanto, a autarquia alterou suas expectativas para R\$ 4,40 em março, após a disseminação da crise. Nesse momento, a taxa de câmbio alcançou a casa dos R\$ 5,10, dois meses antes de atingir a sua máxima histórica de 5,85, como mostra o Gráfico 2.3.

Gráfico 2.3 – Evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$) entre dez/2019 e dez/2020



Fonte: Ptax (BCB). Elaboração própria.

Nos meses seguintes, novas previsões para a taxa de câmbio foram divulgadas: à cada novo Boletim Focus, os agentes revisavam para cima as expectativas cambiais. Por fim, a taxa de câmbio fechou o ano de 2020 em torno de R\$ 5,20, ao passo que o câmbio esperado para 2021 ficou em R\$ 5,10. Esse movimento refletiu a incerteza do mercado financeiro com os países emergentes e a fuga de capitais para os mercados e ativos considerados mais seguros, como o de títulos do Tesouro norte-americano.

No entanto, com a disseminação da crise para outros países, as consequências não ficaram restritas apenas ao mercado financeiro e se alastraram rapidamente para a economia real: os efeitos devastadores sobre os índices de atividade econômica puderam ser vistos ainda no primeiro trimestre de 2020. De acordo com o *World Economic Outlook* do FMI (2020), a previsão do crescimento mundial – que era de 3,3% no cenário pré-Covid – fora revista em abril e seu valor esperado foi de -3%.

A queda de mais de 5 p.p. em todas as previsões e em um intervalo de apenas três meses evidenciou a dimensão das consequências da pandemia. De forma geral, tais expectativas negativas (Tabela 2.2) contemplaram os choques causados nos principais setores econômicos, principalmente no mercado de trabalho e nos macro-setores (indústria, comércio e serviço) dos países afetados.

Tabela 2.2 – Projeções de crescimento do PIB ao longo de 2020 (%)

	<i>Pré-Covid</i>	<i>Pós-Covid (abr/2020)</i>	<i>Pós-Covid (jun/2020)</i>
Mundo	3,3	-3,0	-4,9
Economias avançadas	1,6	-6,1	-8,0
Área do euro	1,3	-7,5	-10,2
Estados Unidos	2,0	-5,9	-8,0
Economias em desenvolvimento	4,4	-1,0	-3,0
América Latina	1,6	-5,2	-9,4
Brasil	2,2	-5,3	-9,1
China	6,0	1,2	1,0

Fonte: WEO (FMI). Elaboração própria.

Mais especificamente, a cadeia dos efeitos pode ser descrita como segue: a produção industrial da China – epicentro inicial da pandemia – retraiu 13,5% na comparação dos dois primeiros meses de 2020 com o mesmo bimestre do ano anterior. Como cerca de 20% do comércio mundial advém da fabricação de produtos intermediários chineses, a UNCTAD (2020a, p. 4) destacou que muitos países dependentes desses insumos tiveram seus fluxos afetados pela retração chinesa.

Nos países emergentes, as consequências foram ainda mais alarmantes, pois a baixa diversificação produtiva e forte dependência do preço das *commodities* desses países os tornam ainda mais vulneráveis aos choques na China. Em outras palavras, os países emergentes possuem cadeias produtivas em que muitos dos elos são ligados a produtos chineses; logo, qualquer retração na oferta chinesa interrompe boa parte dos fluxos comerciais e produtivos dessas nações (UNCTAD, 2020b, p. 7).

No que tange aos preços das *commodities*, o BID (2020, p. 4) ressaltou que alguns insumos apresentaram desvalorizações moderadas já em março, com destaque para o preço do cobre e da soja, cujas reduções foram de 22,5% e 15%, respectivamente.

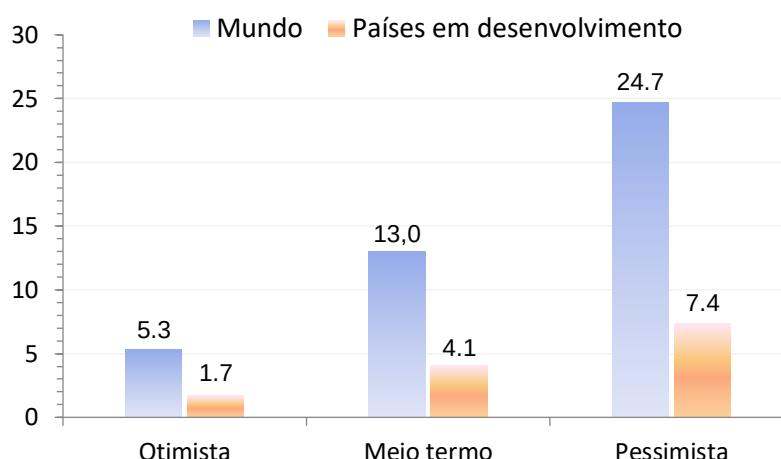
Entretanto, no mercado de petróleo, essa queda foi ainda mais acentuada: com a falha dos membros da OPEP em definirem uma meta para a produção da *commodity*, o preço intermediário do petróleo bruto caiu de US\$ 61 para US\$ 20 por barril entre dezembro de 2019 e março de 2020.

Ademais, a curva de volatilidade implícita, que se baseia nos preços futuros do petróleo, alcançou 120% em abril para os contratos referentes a maio de 2020, evidenciando a forte incerteza dos mercados no curto prazo. Segundo o BID (2020), a volatilidade e a incerteza quanto à recuperação do mercado de petróleo viriam a diminuir apenas no início de 2021, ao passo que os preços dos barris deveriam recuperar parte de seu valor em meados do próximo ano.

As consequências da interrupção dos fluxos de comércio e das cadeias produtivas sobre a atividade econômica foram críticas, uma vez que atingiram a produção e a taxa de desemprego dos países afetados. À exemplo disso, a queda na produção norte-americana fez as solicitações de seguro-desemprego nos EUA aumentarem de 232 mil para 3,3 milhões entre fevereiro e março. A taxa de desemprego do país saltou de 3,5% em abril de 2019 para alarmantes 14,5% em abril de 2020 (IPEA, 2020a; BID, 2020, p. 3).

Em termos mundiais, a Organização Internacional do Trabalho (OIT) previu que a pandemia deveria implicar até 25 milhões de novos desempregados no cenário mais pessimista para o mercado de trabalho. A OIT (2020, p. 3) afirmou que os choques atingiram tal mercado em três dimensões: (i) quantidade de postos de trabalho; (ii) qualidade do trabalho, com reduções nos salários ou direitos trabalhistas; e (iii) efeitos específicos nos segmentos do mercado que são extremamente vulneráveis a crises, como o setor de serviços e turismo.

O Gráfico 2.4 mostra a média de desempregados no mundo e nos países em desenvolvimento a partir de três cenários distintos com base nos dados da OIT (2020). Vale ressaltar que a variação entre os cenários pessimista, meio termo e otimista depende das diferentes projeções da entidade para a taxa de crescimento mundial. Contudo, independente do cenário confirmado, os impactos da crise no mercado de trabalho aparentavam ser intensos. Em estudos posteriores publicados pela OIT (2020), foram estimados mais de 2,7 bilhões de trabalhadores impactados pela crise, seja por demissões ou dificuldades no deslocamento, – cerca de 80% da força de trabalho mundial

Gráfico 2.4 – Previsão do desemprego mundial (milhões)

Fonte: OIT (2020). Elaboração própria.

Nessa linha, para sintetizar os principais efeitos do coronavírus na economia mundial e na América Latina, respectivamente, foram utilizados os estudos de McKibbin e Fernando (2020) e do World Bank (2020). De forma geral, os choques negativos já mencionados e suas implicações podem ser resumidos na Tabela 2.3 abaixo, tendo em vista as explicações dadas pelos autores.

Tabela 2.3 – Impactos e consequências da covid-19 na economia mundial

Choque	Consequências
↓ cadeias produtivas globais	Empresas que dependiam da importação de insumos da China ficaram sem os recursos e a produção estagnou
↓ fluxos de comércio	A paralisação das economias prejudicou o fluxo comercial e afetou exportações e importações
↑ custos de produção	A redução na oferta dos insumos levou ao aumento dos seus preços e encareceu a produção das empresas
↑ taxa de desemprego	O isolamento dificultou o deslocamento da mão de obra ao local de trabalho e incorreu em demissões ou falências
↓ consumo dos agentes	A redução na renda das famílias e a incerteza sobre o futuro levaram ao arrefecimento da demanda e prejudicou firmas
↓ salário dos trabalhadores	Com a queda na produção das empresas, diversos trabalhadores tiveram reduções de salários e renda
↑ prêmio de risco das ações	A volatilidade nos mercados financeiros provocou aumento da percepção de risco dos investidores

Fonte: World Bank (2020) e McKibbin e Fernando (2020). Elaboração própria.

De acordo com os modelos econométricos¹³ de McKibbin e Fernando (2020, p. 23), a incorporação desses choques em um contexto de pandemia gerou a expectativa de recessão agravada nas principais economias mundiais. Os autores analisaram sete cenários para avaliar os impactos da crise na economia global: três deles supunham que o evento ficaria isolado na China e os quatro restantes assumiram a propagação do vírus em diferentes graus (pandemia). Com o benefício de termos vivenciado os desdobramentos da crise, é possível afirmar que prevaleceu o cenário de número seis, isto é, o de maior propagação.

Neste cenário, McKibbin e Fernando (2020, p. 19) admitiam quedas que oscilavam entre -5% e -10% para o PIB dos países afetados; sendo que as expectativas de recuperação em cada país variam de acordo com a experiência de crescimento recente, como reformas econômicas e institucionais. Vale ressaltar que o estudo está em consonância ao relatório do World Bank (2020), que previa contração de -2% até -8% na taxa de crescimento dos países latino-americanos.

Isto posto, ficou evidente que a gravidade do choque exigiu rápida mobilização dos governos com políticas de contenção à crise. Diversas organizações, como o Bank of International Settlements (BIS, 2020), chamaram a atenção para uma falsa dicotomia entre economia e saúde e defenderam a adoção de medidas de distanciamento social para evitar a propagação do vírus. A recomendação da entidade era que os governos executassem políticas públicas para amenizar as consequências da quarentena na vida das famílias e empresas; inclusive, países da zona do euro e os EUA realizaram ações drásticas nesse caminho, como será visto a seguir (BIS, 2020a).

Segundo o relatório do BIS (2020b, p. 3), as autoridades monetárias atuaram no sentido de *“cushion the inevitable drop in economic activity by ensuring a smooth functioning of the financial system and facilitating the flow of credit to households and firms”*. Sendo assim, os bancos centrais desempenharam o seus papéis de “emprestadores de última instância” de forma a assegurar a liquidez do sistema financeiro e as condições de crédito do setor não financeiro. De forma geral, todos foram ágeis para evitar o colapso econômico, lição aprendida após a crise de 2008 (PAULA; SARAIVA, 2020).

¹³ Os estudos datam de março de 2020, e com a ausência de maiores desdobramentos da crise, os autores apresentam cenários e resultados preliminares. Mais informações em McKibbin e Fernando (2020, p. 11).

Nessa linha, o Comitê de Política Monetária norte-americano anunciou no início de março um corte de 0,5 p.p. na Fed funds, a taxa básica de juros dos EUA, com nova redução de 1 p.p. menos de duas semanas depois. Essa medida levou a taxa para a faixa de 0%-0,25% a.a. na tentativa de afrouxar as condições monetárias e estimular as despesas reais de consumo e investimento. Outras medidas do governo americano envolveram: (i) a compra de títulos pela autoridade monetária; (ii) programa de crédito a pequenas e médias empresas; e (iii) a aprovação de um auxílio fiscal sem precedentes, cujo montante de US\$ 2,2 trilhões superou àquele anunciado na recessão de 2008 (BIS, 2020b; FED, 2020).

Com a compra de títulos públicos e privados, o Fed evitou o colapso dos mercados de ativos, auxiliando as condições de liquidez e funcionamento desses mercados, além de preservar seu papel de atuação na precificação dos ativos financeiros. Já o apoio às empresas de pequeno e médio porte e às famílias ocorreu via a execução de programas de empréstimos que forneceram liquidez aos bancos e condições especialmente favoráveis aos agentes. Com isso, a autoridade facilitou o acesso ao crédito e promoveu sua fluidez para os agentes mais vulneráveis. Por fim, o pacote fiscal anunciado incorreu no aumento de gastos com saúde e atenção às famílias e pequenas empresas, além da redução no recolhimento de impostos como forma de estimular a economia (BIS, 2020b).

Para a União Europeia não foi diferente: as operações de liquidez também foram prontamente utilizadas pelo Banco Central Europeu (BCE), que em março anunciou um programa de compras de ativos com potencial de liberação de até € 750 bilhões ao setor financeiro. Em junho, o banco europeu aumentou o montante destinado às Operações de Refinanciamento de Longo Prazo em dois terços e reduziu o seu custo na intenção de facilitar o acesso ao crédito. Além disso, outras medidas do BCE consistiram na (i) manutenção das taxas de juros básicas em níveis historicamente baixos; e (ii) criação de linhas de *swap* para facilitar a troca de moedas (BCE, 2020; BIS, 2020b).

Nessa linha, as ações tomadas pelos principais bancos centrais mostraram harmonia e consistência com a atenção que a situação demanda. Já em março de 2020, as medidas anunciadas envolveram montantes históricos e evidenciaram a coordenação entre autoridades fiscais e monetárias. Inclusive, diversos governos ofereceram suporte aos programas estabelecidos pelos bancos centrais e financiaram seus custeios, tendo seus Tesouros assumido ou garantido a maior parcela do risco das operações.

Como mencionado anteriormente, o Brasil não ficou imune aos efeitos da crise sanitária e econômica. Segundo Conti (2020, p. 23), a rápida disseminação do coronavírus

no território brasileiro provocou o aumento no número de internações em hospitais que já careciam de leitos e profissionais da área de saúde antes mesmo da eclosão da crise. Ainda, foi responsável pelo acréscimo na taxa de letalidade não apenas da covid-19, mas também de outras doenças, devido à insuficiência de leitos.

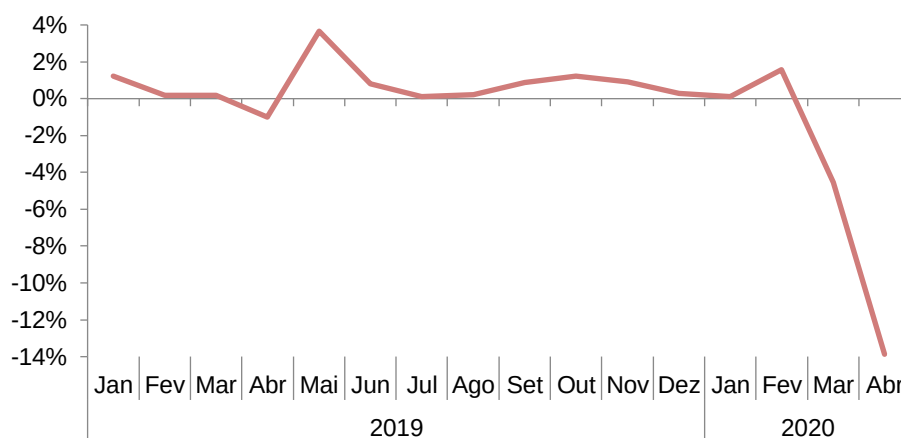
Sendo assim, a iminente possibilidade de um colapso no sistema de saúde levou à adoção de medidas de isolamento social para conter a propagação do vírus. Como pontapé inicial, os governantes restringiram o acesso aos eventos públicos, limitaram viagens internacionais e deram orientações de higiene pessoal, como a indicação do uso de máscara e álcool em gel. O objetivo declarado dos governos era “achatar a curva” de transmissão do vírus para evitar a sobrecarga nos hospitais (CONTI, 2020).

A necessidade de superar a crise sanitária com políticas de distanciamento social amplificou a crise econômica já instaurada no país. Isso porque, além do baixo dinamismo da economia brasileira no quadriênio 2015-2019 e do choque de demanda da covid-19, somaram-se ainda as limitações de oferta determinadas pelo alto índice de transmissão do vírus.

Em outras palavras, a imposição do *lockdown* à posteriori dificultou o deslocamento da força de trabalho e estabeleceu restrições ao comércio e serviços não essenciais. Com isso, a queda na produção e receita das empresas foi inevitável; não obstante, muitas firmas encontraram dificuldade em honrar seus custos fixos ou fecharam as portas. Por fim, o World Bank (2020) destaca que as demissões afetaram muitos trabalhadores, ao passo que o setor informal e as famílias de baixa renda vivenciaram uma redução brusca nas suas fontes de renda.

Nesse cenário, as restrições impostas pela crise – tanto para o lado da oferta como para o lado da demanda – provocaram o arrefecimento da atividade econômica brasileira em geral. Por meio do IBC-Br, indicador mensal do nível de atividade econômica, o BCB estimou uma queda de 9% na passagem de março para abril de 2020, alcançando o patamar histórico de -14% no ano (Gráfico 2.5).

Por ser uma *proxy* da taxa de crescimento do produto, o índice deixou evidente o sentimento de incerteza à curto prazo do mercado financeiro, com forte expectativa de uma recessão econômica. As expectativas negativas generalizadas prontamente se alastraram para o lado real da economia, que apresentou quedas brutais no mercado de trabalho, nos setores da economia, na renda das famílias e nos balanços dos bancos de pequeno e médio porte.

Gráfico 2.5 – Variação interanual dessazonalizada do IBC-Br (entre 2019 e abril de 2020)

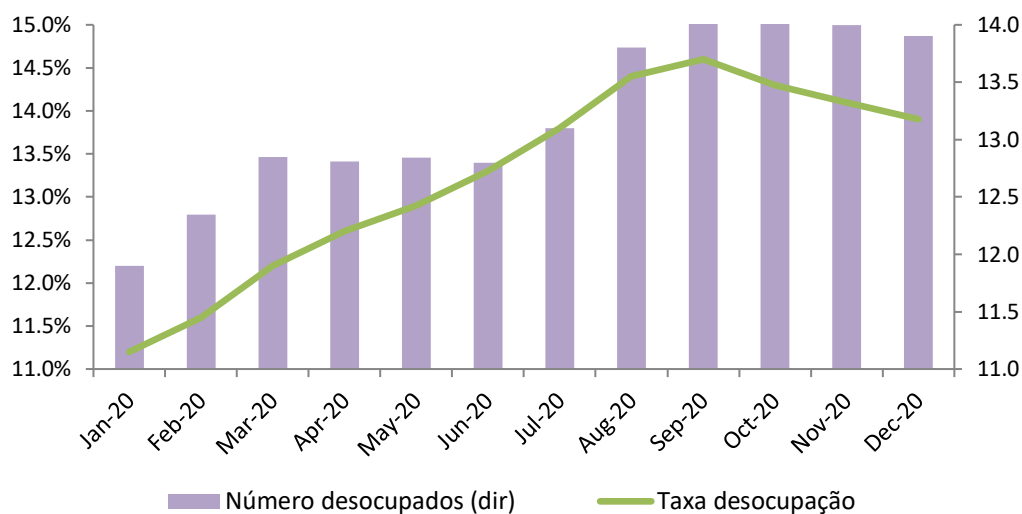
Fonte: BCB. Elaboração própria.

O recuo na atividade econômica doméstica rapidamente alcançou o mercado de trabalho brasileiro, cujos impactos atingiram tanto o setor informal como os trabalhadores formais de maneira intensa. Segundo o IBGE (2020), a taxa de desocupação pulou de 11,6% para 13,6% no trimestre encerrado em setembro, puxado em maior peso pelo desemprego no setor informal (Gráfico 2.6). Em maio, a PNAD contínua¹⁴ apontou recuo de cinco milhões no número de postos de trabalho na comparação com o trimestre terminado em janeiro. Os destaques da queda na população ocupada ficaram por conta dos setores de comércio (1,2 milhão), construção (885 mil) e serviços domésticos (727 mil).

Além do mercado de trabalho, os efeitos diretos e indiretos da covid-19 causaram impactos devastadores ao setor industrial: já entre março e abril de 2020, a produção industrial caiu 18,8%, livre de sazonalidade. Segundo o IEDI (2020a), embora todos os macro-setores tenham registrado resultados negativos, os segmentos mais afetados foram os de bens de consumo duráveis (-80%) e os de bens de capital (-41,5%) e isso se deve majoritariamente ao congelamento da indústria automobilística e da produção de máquinas e aparelhos elétricos em resposta à queda de demanda no setor (Gráfico 2.7).

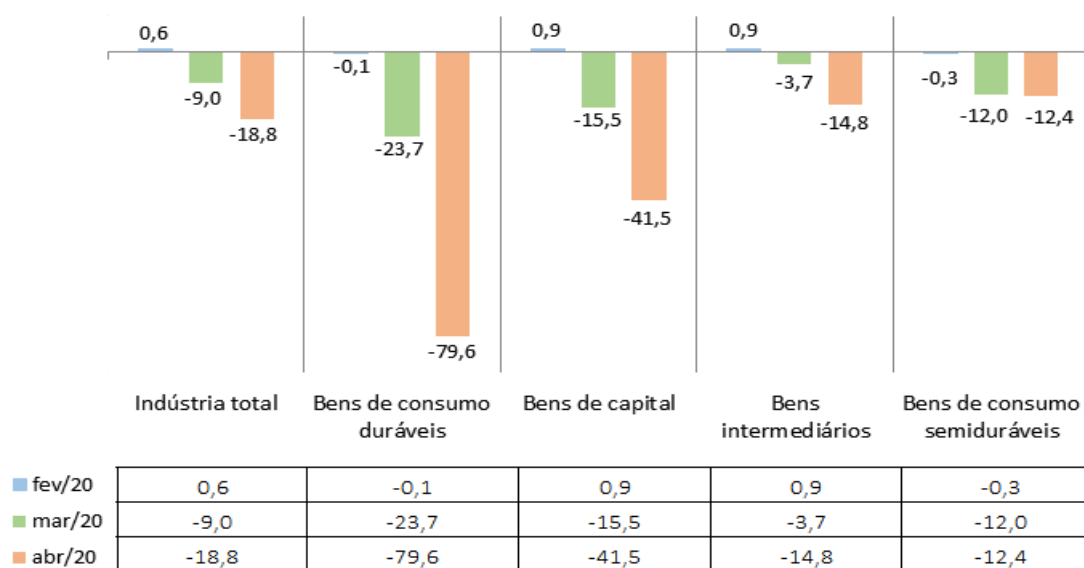
¹⁴ Pesquisa Nacional por Amostras de Domicílio (PNAD Contínua), realizada mensalmente pelo IBGE para apurar os dados do mercado de trabalho.

Gráfico 2.6 – Evolução da taxa de desocupação e número de desocupados (em milhões) no Brasil em 2020



Fonte: PNAD/C (IBGE)¹⁵. Elaboração própria.

Gráfico 2.7 – Variação da produção industrial brasileira com ajuste sazonal (%)



Fonte: PIM-PF (IBGE). Elaboração própria.

De acordo com o IEDI (2020b), algo similar ocorreu ao setor de comércio varejista, cuja queda alcançou 17,5% na passagem de março para abril de 2020. Uma boa parte desse resultado é explicada pela redução na comercialização de bens duráveis, com destaque para a queda de 37% nas vendas de automóveis e autopeças no mês de abril. Assim como no caso dos veículos, as outras contribuições negativas para o comércio

¹⁵ Para mais informações, acessar o site do IBGE. Último acesso em junho de 2020. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/17270-pnad-continua.html?=&t=o-que-e>>

também se deram em segmentos que exigem acesso ao crédito, como a queda real na venda de móveis e eletrodomésticos (-20%), de materiais de escritório ou informática (-29,5) e tecidos e vestuário (-61%).

Por fim, o setor de serviços apresentou retração de 11,7% em abril de 2020, com destaque para o recuo nos serviços prestados às famílias (-44,7%), os serviços de transporte (-17,8%) e as atividades turísticas. As quedas desses dois segmentos, que não são adaptáveis ao trabalho remoto, se devem ao arrefecimento geral da atividade econômica e aos impactos da quarentena no deslocamento e distanciamento físico dos indivíduos. Sendo assim, o IEDI (2020b) salientou que, embora a crise tenha atingido todos os segmentos, àqueles que melhor se adequam ao trabalho remoto, como os serviços profissionais e de informação, não sofreram tanto quanto os outros ramos.

Os efeitos do coronavírus nos setores de serviço e comércio varejista prejudicaram ainda mais o funcionamento das empresas de micro e pequeno porte, maiores representantes destas atividades (SEBRAE, 2020). As medidas de isolamento em conjunto às restrições de demanda nesses segmentos paralisaram a produção das MPes e afetaram aquelas que operavam no limite de sua capacidade financeira. Com isso, muitas empresas não conseguiram honrar seus compromissos e optaram por demissões em massa e, em casos extremos, chegaram a fechar as portas.

Assim como nos casos internacionais, no Brasil, os governos, em especial, a autoridade monetária também, trabalharam para superar a crise instaurada. Apesar da tentativa inicial de manter a austeridade fiscal, as políticas foram rapidamente revistas para se adequarem ao grau de complexidade da crise, como será exposto a seguir.

2.2 As políticas do governo federal e do Banco Central do Brasil em 2020

Considerando a exposição dos efeitos devastadores da pandemia na economia doméstica descritos acima, salienta-se que a necessidade de superar a crise colocou em xeque as políticas econômicas alinhadas ao NCM e exigiu a rápida ação do governo por meio de incentivos fiscais, monetários e de renda.

Houve uma significativa reorientação do arcabouço de política para lidar com os efeitos da pandemia a partir da pressão do Congresso e da sociedade brasileiros. Nesta seção, descreveremos brevemente as medidas fiscais para então apresentar as principais medidas levadas a cabo pelo Banco Central do Brasil.

2.2.1 As medidas fiscais

Desde meados de 2016, o governo brasileiro vinha implementando inúmeras medidas fiscais e monetárias ortodoxas. Talvez a política mais notória tenha sido a PEC do teto de gastos, de dezembro de 2016, que na prática congelou os gastos públicos reais por uma década (duas, se considerarmos a revisão de 2026) ao estipular que seu valor fosse ajustado somente de acordo com a inflação do ano anterior. Em seguida, aprovou-se a reforma trabalhista, em julho de 2017, que flexibilizou as relações de trabalho em prol dos empresários, e a reforma da previdência, em 2019, com aumentos no tempo e alíquota de contribuição penosos às classes mais baixas (DE PAULA, 2021).

A resposta inicial do governo no combate à crise da covid-19 não previa uma expansão fiscal, mas a austeridade caiu por terra devido às necessidades extraordinárias do momento. A proposta de um auxílio emergencial às famílias de baixa renda no montante de R\$ 200,00 para assegurar sua sobrevivência e viabilizar o isolamento foi apresentada pelo governo ao Congresso. O valor sugerido representaria menos de um quinto do salário mínimo federal e seria insuficiente para manter a subsistência dos indivíduos. Na mesma linha, o Ministério da Economia sinalizou encaminhar medida provisória que permitiria às empresas suspenderem contratos de trabalho e salários por até quatro meses (DE PAULA; COELHO, 2020).

Com o agravamento da crise, uma maior participação do Estado na economia foi exigida, o que levou ao abandono das políticas de contenção de gastos. Para tal, novas medidas de estímulo fiscal em montantes nunca vistos foram anunciadas pelo Congresso e pelo Executivo, com o objetivo de manter os níveis de renda do país. Segundo o IMF (2020a), elas englobam, majoritariamente, três *fronts*: (1) a transferência direta às famílias vulneráveis; (2) subsídio ao emprego e ampliação dos programas de seguro-desemprego; e (3) a suspensão temporária do pagamento de impostos.

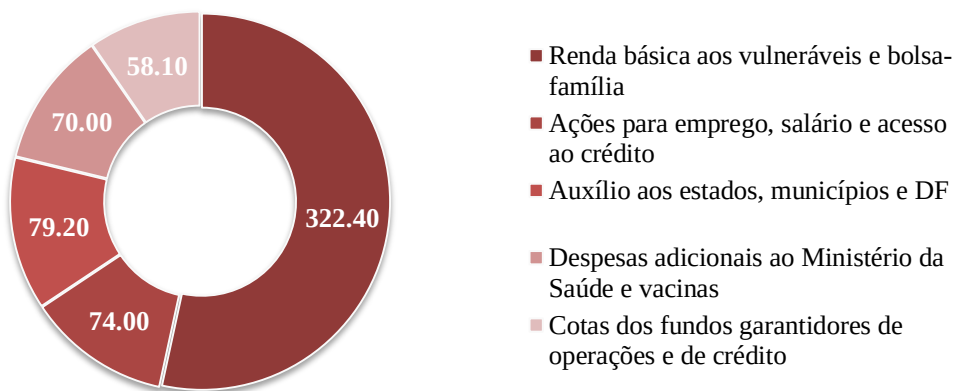
O Senado Federal (2020) aprovou uma Proposta de Emenda à Constituição que instituiu regime extraordinário fiscal para o combate à covid-19. Em vigor desde maio de 2020, a medida ficou conhecida como a PEC do “orçamento de guerra”, pois suspendia todas as regras fiscais, o que permitia destinar à economia volumes sem precedentes para lidar com o estado de calamidade pública. Mais detalhadamente, podemos destacar as seguintes medidas emergenciais de estímulo à economia com base na PEC 10/2020¹⁶:

¹⁶ Para mais informações da proposta, ver a PEC 10/2020, disponível no website: < <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/141443>>.

- (i) criação do benefício emergencial de R\$ 600,00 por três meses aos trabalhadores informais ou independentes, às famílias cuja renda mensal não superava três salários mínimos e àqueles que não ganhavam benefícios do Governo (com exceção do bolsa-família); o valor máximo do auxílio era de R\$1200,00 por família; posteriormente, as parcelas do auxílio emergencial foram estendidas até dezembro de 2020, em valores inferiores;
- (ii) abertura de inúmeras linhas de crédito a taxas de juros mais baixas para financiar parte da folha de pagamento das empresas e com contrapartida que o empregador não demitisse o funcionário cujo salário estava indexado ao benefício (Pese); e
- (iii) auxílio financeiro para estados e municípios atingidos pela crise, que também poderiam suspender ou renegociar o pagamento das dívidas com a União.

O pacote fiscal descrito acima somou o montante de R\$ 604 bilhões em possíveis novos gastos até dezembro de 2020 (Gráfico 2.8). Essa ampliação, somada à perda de arrecadação tributária – fruto da queda do produto em momentos de crise –, provocou aumento exorbitante no déficit primário do governo. Ao longo do ano, estimou-se que o déficit primário poderia alcançar R\$ 600 bilhões em 2020, frente ao montante de R\$ 95 bilhões no ano anterior (DE PAULA; COELHO, 2020).

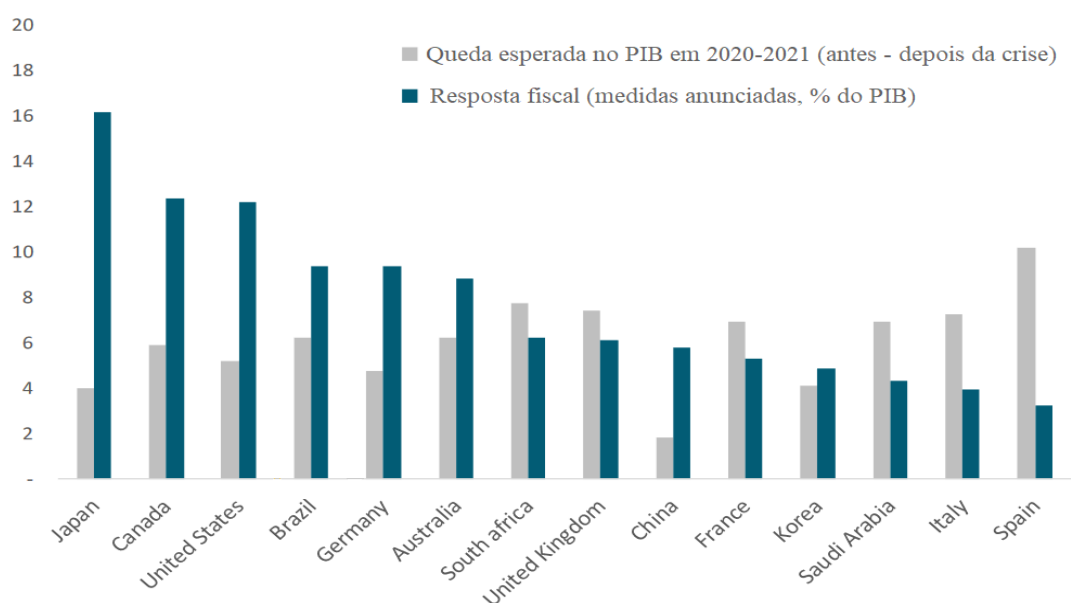
Gráfico 2.8 – Previsão de recursos da União para combate à covid-19 em 2020 (R\$ milhões)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Ademais, em termos de gastos previstos em relação ao PIB, o Brasil ficou atrás apenas do Japão, Canadá e dos EUA (Gráfico 2.9). De forma geral, isso indicou a rápida modificação de conduta do governo e a necessidade de uma resposta fiscal condizente com a magnitude da pandemia. Com isso, a estimativa de queda do produto foi menos intensa em países cuja resposta fiscal foi mais elevada, com exceção da China, segundo as previsões do FMI.

Gráfico 2.9 – Resposta fiscal dos países durante a crise da covid-19



Fonte: WEO (FMI) e BCB In “Economic outlook for Brazil during and after the covid-19 crisis”, IMF Annual Meetings, outubro, 2020. Elaboração própria.

2.2.2 As medidas do Banco Central do Brasil

A política monetária através do Banco Central do Brasil (BCB) também se mostrou fundamental. Como ponto de partida na contenção da crise, o BCB procurou assegurar o funcionamento adequado dos mercados e a liquidez do sistema financeiro nacional (SFN). Para alcançar estes objetivos, a autarquia anunciou as seguintes medidas:

- (i) redução da taxa básica de juros (taxa Selic);
- (ii) disponibilização de liquidez ao SFN por meio de linhas especiais;
- (iii) suporte ao crédito, com flexibilização de colchões regulatórios e a permissão de renegociações; e
- (iv) compra de ativos, que nunca chegaram a ser realizadas.

Em linhas gerais, as medidas do BCB procuraram instituir maior liquidez à economia, garantir o financiamento das instituições financeiras e facilitar o acesso ao crédito e a renegociação das dívidas de pequenas e médias empresas. Além de expor as principais medidas anunciadas pelo BCB, a Tabela 2.4 destaca também os respectivos montantes previstos pela autoridade monetária. Vale ressaltar que os valores não representam recursos efetivamente injetados pela autoridade, mas sim um volume de recursos potencialmente liberado.

Tabela 4 – Medidas do BCB e previsão de recursos liberados para o combate à covid-19 em 2020

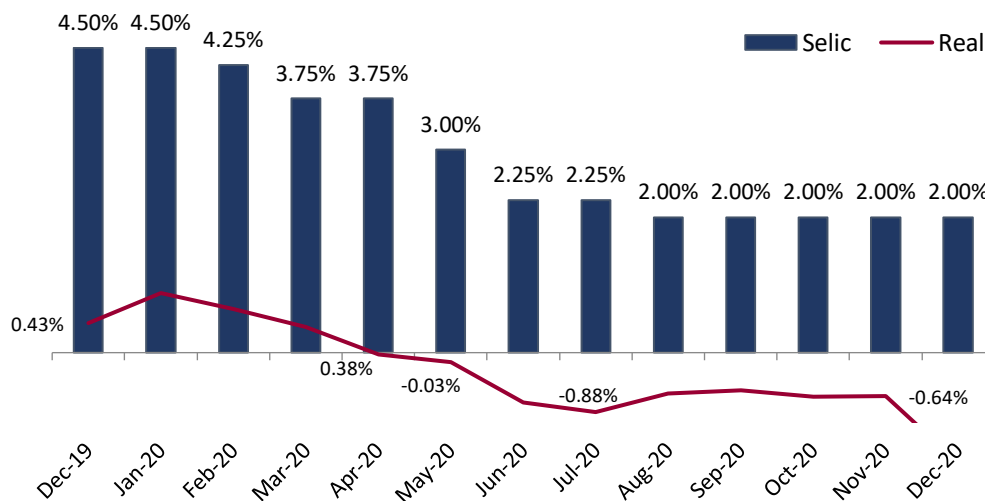
MEDIDA	Valor (bilhões)
Disponibilizar liquidez	
Compulsório e liquidez de curto prazo (LCR)	R\$ 135
Empréstimo com lastro em LFs garantidas	R\$ 670
Empréstimo com lastro em debêntures	R\$ 91
Liberação adicional de compulsório	R\$ 70
Nova DPGE	R\$ 200
Flexibilização da LCA	R\$ 2,2
Alteração no cumprimento do compulsório de poupança	R\$ 55,8
Total	R\$ 1.224,0
Suporte ao crédito	
Redução do ACCP	R\$ 637
Overhedge	R\$ 520
Redução do requerimento de capital para PMEs	R\$ 35
Redução do requerimento de capital das IFs menores	R\$ 16,5
Redução de capital nas exposições de DPGE	R\$ 12,7
Capital de giro para preservação de empresas (CGPE)	R\$ 127
Total	R\$ 1.475,2
Dispensa de provisionamento	R\$ 3.200
Compra de ativos	
Compra de títulos privados no mercado secundário	R\$ --
Outras medidas	
Linha de crédito para PMEs	R\$ 40
Linha de swap com o Fed (dólar)	US\$ 60
Repos de títulos soberanos em dólar	R\$ 50
Imóvel como garantia de mais de um empréstimo	R\$ 60

Fonte: BCB (2020a). Elaboração própria.

As medidas do Bacen foram extensas e envolveram montantes nunca vistos; ao passo que algumas delas foram criadas somente para contornar a crise. Os dados acima mostram que as liberações do BCB tinham potencial para aumentar a liquidez do sistema financeiro em R\$ 1,2 trilhões, valor correspondente a 16,7% do PIB brasileiro. Já as ações de liberação de capital tinham impacto potencial ainda maior no volume de crédito. Sendo assim, descrever e mensurar os efeitos reais das medidas é essencial para avaliarmos as ações do BCB em momentos de crise e diagnosticar possíveis limitações.

Como ponto de partida, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa básica de juros até que ela atingisse o seu piso histórico de 2% a.a. (nominal) em agosto de 2020 (Gráfico 2.10). Em teoria, a redução da Selic é uma diretriz para que outras instituições financeiras diminuam as próprias taxas, o que aliviaria as condições de empréstimos para os demais agentes da economia. Isso porque as empresas e famílias teriam maior facilidade de refinanciar as dívidas, bem como tomar empréstimos em condições mais amigáveis e com taxas menos punitivas.

Gráfico 2.10 – Evolução das taxas de juros nominal (Taxa Selic) e real (Swap DI-Pré-fixado 360 dias descontada a expectativa do IPCA 12 meses à frente) em 2020



Fonte: BCB e [B]³. Elaboração própria.

Após a redução dos juros básicos da economia, o Brasil também atingiu o patamar negativo para as taxas de juros reais quando analisados os contratos de *swap* de juros para 360 dias – uma espécie de aproximação da taxa futura de juros – e a expectativa para a inflação acumulada em 12 meses. A taxa de juros real em patamar negativo (Gráfico 2.10) tem efeitos importantes para a economia real, pois em teoria estimula os gastos e reduz a

preferência pela liquidez dos agentes. Sendo assim, a medida poderia, ao menos em teoria, estimular o aumento do consumo e do investimento, já que os indivíduos não têm qualquer incentivo para reter moeda.

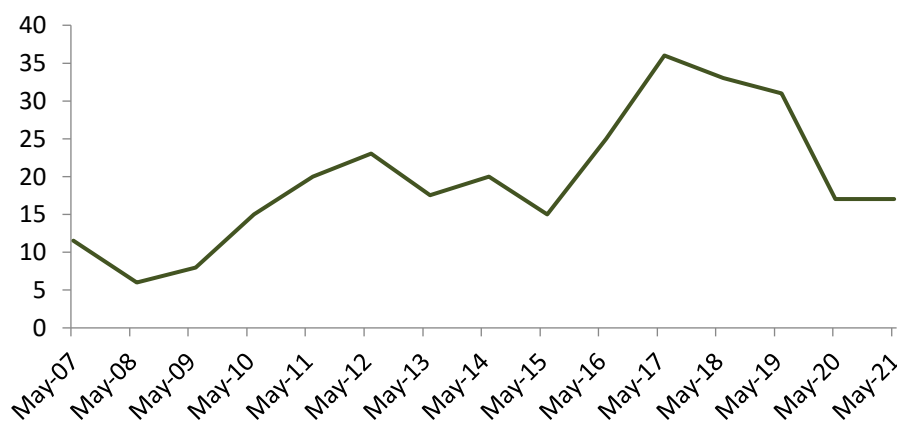
Adicionalmente, a autoridade monetária atuou por meio dos instrumentos de flexibilização de liquidez com o objetivo de abastecer o sistema financeiro nacional e assegurar a fluidez do canal de crédito. Como medida macroprudencial para manter a estabilidade financeira, em fevereiro de 2020 o Bacen aperfeiçoou as regras do indicador de *liquidity coverage ratio* (LCR)¹⁷. Segundo o BCB (2020b), o LCR determina que as instituições mantenham reserva mínima dos seus ativos líquidos para absorverem choques em momentos recessivos com baixa de liquidez. Ao reduzir a exigência de os bancos manterem ativos líquidos de alta qualidade, que antes eram necessários para cumprir o LCR, o BCB estimulou a realocação de posições ativas dos bancos em até R\$ 86 bilhões potencialmente, de acordo com as suas estimativas.

Outra ação realizada concomitantemente à mudança nas regras de LCR consistiu na redução da alíquota de compulsório¹⁸, que nada mais é do que a parcela de reservas que as instituições financeiras devem manter em seu “caixa” com o BCB. Quando a autoridade monetária reduz a exigência de compulsório sobre recursos a prazo, os bancos comerciais dispõem de mais reservas e adquirem maior liberdade para alocarem seus recursos. Portanto, a “injeção de liquidez” consiste em flexibilizar a alocação dos ativos das instituições financeiras (e não em conceder novos recursos), que podem optar por realizar operações de tesouraria ou aumentar a concessão de crédito (BCB, 2020a).

Com a redução temporária da alíquota sobre recursos a prazo de 25% para 17%, o BCB reduziu a exigência de que as instituições financeiras mantivessem armazenados R\$ 68 bilhões de reservas no caixa do BCB. Com a maior autonomia para que os bancos usem tais recursos, inclusive para conceder crédito, a autarquia visava estimular os vários mercados financeiros e de capitais. Vale ressaltar que a alíquota de compulsório, que em 2017 chegou a 35%, não era reduzida de forma significativa há bastante tempo, o que demonstra o compromisso da autoridade monetária em viabilizar condições de liquidez amigáveis às instituições financeiras e gerar uma demanda adicional por ativos não-monetários (Gráfico 2.11).

¹⁷ Circular nº 3.987, do BCB, de fevereiro de 2020.

¹⁸ Circular nº 3.993, do BCB, de março de 2020.

Gráfico 2.11 – Alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos a prazo (%)

Fonte: BCB (2020c). Elaboração própria.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu também um novo depósito a prazo com garantias especiais às instituições financeiras depositárias do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)¹⁹. O FGC é uma entidade privada que protege os bancos associados de pequeno e médio porte contra os riscos sistêmicos, como a possibilidade de falência. Nessa linha, o fundo garante a devolução de até R\$ 250 mil àqueles que depositaram ou investiram em uma instituição que faliu. A medida aumentou a captação de recursos de R\$ 20 milhões para R\$ 40 milhões, com o objetivo de assegurar o financiamento de bancos médios.

Outra medida consistiu na injeção de recursos por meio da atuação direta do BCB no mercado de títulos. A autoridade monetária criou linhas especiais de liquidez²⁰ para conceder temporariamente empréstimos lastreados em debêntures ou letras financeiras (LFs); além de permitir aos bancos operações compromissadas mais longas com lastro em títulos federais. A primeira medida pretendia assegurar os níveis adequados de liquidez no sistema financeiro, com potencial de liberação de R\$ 760 bilhões. Por outro lado, a segunda medida visou facilitar a captação de recursos por prazos mais longos e manter a composição dos balanços patrimoniais das instituições financeiras (BCB, 2020c).

O segundo *front* de ações do Bacen englobou medidas de liberação de capital e consistiram majoritariamente no suporte ao crédito para empresas e famílias. A conduta da autarquia entrou em consonância com o histórico de PMNC de oferta de crédito em

¹⁹ Resolução nº 4.799, do CMN, de abril de 2020.

²⁰ Resolução nº 4.786, do CMN, de março de 2020 e Resolução nº 4.795, de abril de 2020.

massa para impedir a retração ainda maior da demanda agregada. Nessa linha, a autoridade monetária instituiu uma série de ações que focaram em micro, pequenas e médias empresas, pois a manutenção dos níveis de liquidez desses agentes fomenta boa parte do emprego e da produção do país. Além disso, facilitou o abastecimento e a captação bancária de bancos de pequeno e médio porte, possibilitando o aumento no volume de recursos destinados a empréstimos de empresas e famílias.

Para tal, num primeiro momento, o BCB reduziu o adicional de conservação de capital principal (ACCP) das instituições financeiras. Como consta em artigo do Itaú (2018, p. 6), a medida foi criada pelo regulador durante a implementação de Basileia III como forma de absorver perdas durante momentos de crise. O propósito era instaurar uma espécie de “colchão” de liquidez, pois o BCB passou a exigir que os bancos mantivessem uma parcela dos seus ativos totais como capital próprio.

Assim, durante períodos de instabilidade, os bancos comerciais arriscariam menos em suas operações ativas, já que parte dos recursos seria das próprias instituições. O CMN reduziu o ACCP de 2,25% para 1,25% no prazo de um ano, com reversão gradual da alíquota até 2022²¹. Ao reduzir essa alíquota, flexibilizou-se as condições para que os bancos alavancassem suas operações ativas e, em particular, de crédito. Por isso, enquanto a medida está em vigor, ela terá o potencial de melhorar as condições de refinanciamento e ampliar a concessão de empréstimos em até R\$ 640 bilhões (BCB, 2020b).

Outra ação realizada pelo BCB consistiu na eliminação das deduções do *overhedge* de investimentos em participações no exterior²². Segundo a autarquia, com essa medida “os bancos deixam de ser obrigados a deduzir do seu capital os efeitos tributários das operações de *hedge* de moeda estrangeira para a sua participação em investimentos no exterior, um dos mecanismos usados pelos bancos para se protegerem de variações cambiais” (BCB, 2020b). Em outras palavras, a ação reduziu a rigidez e aumenta a segurança para que instituições financeiras ampliem seus empréstimos em até R\$ 520 bilhões.

O BCB também diminuiu fator de ponderação de risco de 100% para 85% nas operações de créditos destinadas às pequenas e médias empresas. A redução no requerimento de capital²³ permite estimular o fluxo de crédito para as empresas cujas

²¹ Resolução nº 4.783, do CMN, de março de 2020.

²² Resolução nº 4.784, do CMN, de março de 2020.

²³ Circular nº 3.998, do BCB, de abril de 2020.

receitas brutas anuais estejam na faixa entre R\$ 15 milhões e R\$ 300 milhões. Isso porque os requerimentos de capital exigem que os recursos próprios das instituições financeiras sejam proporcionais aos empréstimos e demais operações ativas. Logo, reduzir essa alíquota permite que os bancos concedam maior quantidade de crédito, que nas estimativas do BCB pode chegar até a R\$ 35 bilhões.

Adicionalmente, a autoridade monetária permitiu a dispensa de provisionamento em operações de crédito para instituições financeiras, medida que auxiliou a renegociação dos empréstimos de pequenas e médias empresas (PMEs) e famílias com bom perfil de pagamento²⁴. Como o provisionamento considera a possibilidade de não pagamento das dívidas por parte dos tomadores, a piora no histórico de pagamento destes incorre em um custo para o banco que realizou o empréstimo. A medida retirou esse “custo” para os empréstimos reestruturados até 30/09/2020, de modo a estimular as condições de empréstimos. O BCB (2020b) considera que essa ação poderia beneficiar até R\$ 3,2 trilhões em crédito.

Em junho de 2020, o BCB anunciou nova leva de medidas de suporte ao crédito para estimular a economia. A primeira incidiu sobre o requerimento de capital das instituições financeiras (IFs) de pequeno porte, como cooperativas e bancos pequenos. A redução temporária do requerimento de capital, com posterior reversão a partir de 2021, teve o objetivo declarado de manter a fluidez do canal creditício e alavancar a concessão de empréstimos das IFs em potenciais R\$ 16,5 bilhões, segundo o BCB.

Ademais, a autarquia reduziu de 50% para 35% o fator de ponderação de risco no cálculo para aquisição de depósito a prazo com garantia especial²⁵. A medida, cujo alcance englobava todas as instituições depositárias do FGC, destinava-se a incentivar o direcionamento de recursos para os bancos de pequeno porte. Segundo as estimativas do BCB, o benefício poderá alavancar a capacidade de concessão de crédito em aproximadamente R\$ 13 bilhões.

Por fim, o BCB permitiu que as instituições bancárias deduzissem até 30% do cumprimento de exigibilidade de depósitos compulsórios²⁶ com a autarquia pelo prazo de três anos. A medida seria válida desde que as IFs direcionassem esse valor para a

²⁴ Resolução nº 4.782, do CMN, de março de 2020.

²⁵ Circular nº 4.030, do BCB, de junho de 2020.

²⁶ Circular nº 4.033, do BCB, de junho de 2020.

concessão de crédito às empresas micro e de pequeno porte (i.e. cujo faturamento anual não exceda R\$ 50 milhões). Nas conjecturas da autoridade monetária, o potencial de liberação para o financiamento de capital de giro e aplicações em DPGE das empresas poderia alcançar até R\$ 56 bilhões.

Por fim, o capital de giro para preservação de empresas (CGPE) foi criado com o objetivo de complementar os programas do governo federal de acesso ao crédito²⁷. A medida visou a estimular o acesso ao crédito por meio do financiamento às microempresas e às empresas de pequeno e médio porte (i.e. cuja receita bruta anual não excede R\$ 300 milhões)²⁸. A ação otimizaria o uso do capital com base em créditos decorrentes de diferenças temporárias e por meio da dispensa de exigências de demonstração de regularidade fiscal com o BCB. Vale ressaltar que as condições impostas não comprometem a situação fiscal das empresas que aderirem ao Programa, haja vista que as instituições credoras garantem integralmente os recursos liberados e os riscos assumidos. Com a medida, o BCB (2020c) estimou liberação potencial de crédito de até R\$ 120 bilhões enquanto estivesse em vigor.

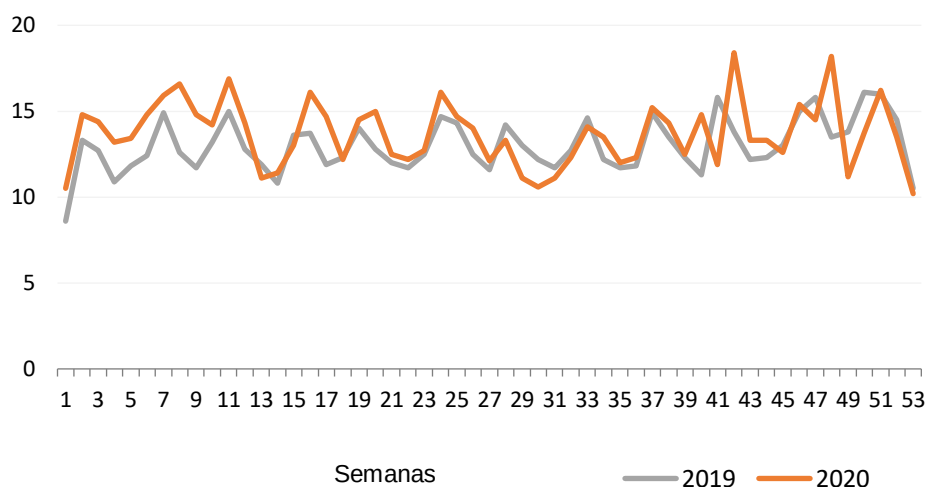
Com as medidas de liberação de capital, a autoridade monetária impediu a retração ainda maior do volume de crédito, situação iminente a um cenário de pandemia. A autarquia mostrou que tanto no âmbito das pessoas físicas como para as pessoas jurídicas, a concessão semanal de crédito livre aumentou em março de 2020 quando comparado ao mesmo período do ano anterior. Os Gráficos 2.12a e 2.12b sintetizam os indicadores de concessão em 2020.

Segundo o BCB (2020a), o crescimento anual da concessão de crédito livre em 2020 superou a faixa de 29% quando comparado a 2019. Para pessoas físicas, o crescimento foi de 8,1%, enquanto para pessoas jurídicas a taxa ficou acima de 40%. Logo, a autarquia defende que as ações supracitadas criaram, em certa medida, as condições para que o canal de crédito fluísse e continuasse funcional – principalmente para as empresas²⁹ –, o que evitou uma recessão ainda maior caso o nível de concessão não fosse sustentado.

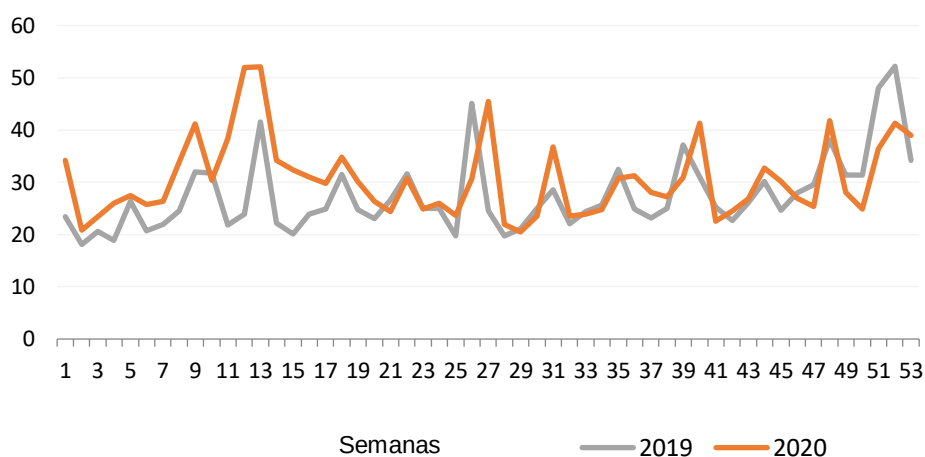
²⁷ Medida Provisória nº 992, de 2020, e Resolução nº 4.838, do CMN, de julho de 2020.

²⁸ A autarquia é responsável por monitorar a observância das condições da medida: (i) o uso exclusivo desta para financiar o capital de giro; (ii) prazo mínimo de 36 meses; (iii) carência de 6 meses, no mínimo, para início do pagamento do principal; (iv) direcionamento de no mínimo 50% dos recursos para as empresas com receita bruta anual de até R\$ 100 milhões; e (v) no máximo 30% dos recursos poderão ser destinados às operações enquadradas simultaneamente no CGPE ou em demais programas de acesso ao crédito.

²⁹ Ainda nesse âmbito, a autoridade monetária permitiu utilizar bens imóveis como garantias de mais de um empréstimo. De acordo com o BCB, poderão usufruir da mesma garantia: (i) duas ou mais operações

Gráfico 2.12a – Concessão de crédito livre a pessoas físicas (R\$ bilhões) em 2020

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico 2.12b – Concessão de crédito a pessoas jurídicas (R\$ bilhões) em 2020

Fonte: BCB. Elaboração própria.

O terceiro conjunto de condutas do BCB, também fundamentado no leque de política monetária não convencional, consistiu na permissão de compra de ativos em larga escala pela autarquia. Inclusive, a intervenção direta dos bancos centrais no mercado de títulos foi adotada pelas principais autoridades monetárias internacionais, como o Federal Reserve e o Banco Central Europeu. Nessa linha, o BCB reproduziu o que já vinha

novas; e (ii) operação corrente que seja adimplente. Nessa linha, se houver inadimplência de ao menos uma das operações garantidas, as restantes automaticamente vencerão antes da data acordada. O aumento potencial na concessão de crédito fora estimado pela autarquia em até R\$ 60 bilhões.

ocorrendo em outros países e regulamentou em junho um dispositivo que permitiria à autoridade monetária atuar diretamente no mercado secundário de títulos³⁰.

Mais especificamente, enquanto o estado de calamidade pública estivesse vigente – até o final de 2020 –, o BCB poderia comprar e vender no mercado secundário: (i) títulos do Tesouro Nacional; e (ii) ativos privados de capitais com classificação de risco igual ou superior a BB- por pelo menos uma das agências de *rating* (Fitch, Moody's e Standard & Poor) no momento da compra. A medida seria válida para todos os ativos que apresentam preço de referência publicado na Anbima e na [B]³ com prazo para vencimento de pelo menos um ano (PALÁCIO DO PLANALTO, 2020b).

Se vigente, essa prática buscaria evitar uma depreciação ainda maior no preço dos títulos, uma vez que a eclosão da pandemia gerou uma escalada de incerteza que rapidamente se refletiu na precificação dos ativos, como visto na seção anterior. Nas palavras do BCB (2020b) “o propósito [da compra de títulos] é prover liquidez ao mercado de crédito privado e auxiliar na formação dos preços”, dialogando com as recomendações do FMI (2013, p. 4-8) de restaurar os mecanismos de intermediação e sustentar os preços do sistema financeiro quando a PM tradicional de corte na taxa de juros se revela insuficiente.

Adicionalmente, o BCB realizou outros procedimentos para manter a operacionalização da economia, como a implementação da política de *forward guidance*. Em agosto de 2020, a autoridade monetária sinalizou ao mercado que manteria as taxas de juros básicas em patamares baixos até o final do ano. Com essa orientação, o BCB mirou as curvas de juros de dois anos, período de maior relevância para o mercado de crédito. Sendo assim, buscou-se reduzir as incertezas da economia e fazer fluir o canal de crédito.

Paralelamente, a autarquia buscou atenuar a volatilidade do mercado de câmbio via operações de *swap* cambial, controlando a oscilação do dólar e mantendo a funcionalidade do mercado. Isso porque, como as crises amplificam a incerteza dos investidores externos, geralmente ocorre uma fuga de capitais brutal em países emergentes, pois seus mercados apresentam maior risco. Sendo assim, a política cambial no território brasileiro atua para suprir a falta de divisas às instituições nacionais e busca reduzir a depreciação cambial.

³⁰ Emenda Constitucional nº 106, de maio de 2020.

Para tal, o BCB renovou a linha de *swap* em dólares com o Fed com potencial de liberação de até U\$ 60 bilhões pelo período de seis meses. A medida poderia ser usada tanto para abastecer as instituições nacionais, como também para atenuar a oscilação do câmbio. Ademais, para impedir a depreciação da moeda brasileira, a autoridade monetária realizou inúmeras intervenções no mercado de câmbio – com contratos *spot* e de derivativos – totalizando o repasse de U\$ 45 bilhões ao mercado (IMF, 2020b).

Ainda, estabeleceu operações compromissadas com títulos soberanos com valores denominados em dólar e em posse das instituições financeiras nacionais. Ou seja, o BCB realizou operações de oferta de liquidez a partir da compra com compromisso de revenda dos *global bonds* portados pelos bancos. O objetivo declarado da autarquia foi proporcionar liquidez ao mercado de títulos e reduzir sua volatilidade, ao passo que também buscou garantir a oferta de dólar às instituições financeiras nacionais. O BCB (2020c) declara que essa política tinha potencial de liberação de até R\$ 50 bilhões ao sistema financeiro.

2.2.3 Outros programas do governo federal em 2020

O primeiro programa de destaque do governo federal para amenizar o estado de calamidade pública sobre o mercado de trabalho foi o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda³¹. Criado em abril de 2020, o objetivo declarado do governo era preservar a renda, o emprego (atividades laborais e empresariais) e reduzir o impacto social em razão dos efeitos do coronavírus. Como principal medida, o programa previu o pagamento do benefício emergencial de preservação do emprego com recursos da União para os trabalhadores cujas jornadas de trabalho ou de salário foram reduzidas ou que tiveram os contratos de trabalho temporariamente suspensos.

Ademais, durante o estado de calamidade causado pela covid-19, o empregador poderia reduzir a jornada de trabalho e o salário dos empregados por até noventa dias e em três possíveis faixas percentuais: vinte e cinco, cinquenta e setenta por cento. A União garantiria o pagamento do benefício emergencial para complementar a renda dos trabalhadores afetados independentemente do tempo de vínculo empregatício ou do número de salário recebidos.

³¹ Medida Provisória nº 936, de 1º de abril de 2020. Posteriormente convertida na Lei nº 14.020, de julho de 2020.

Também foi facultado ao empregador realizar contratos individuais ou coletivos de suspensão da jornada de trabalho, nos quais o governo subsidiaria parte do pagamento mensal deste funcionário. Com isso, o governo esperava reduzir as despesas financeiras com a folha de pagamento dos funcionários cujas empresas aderiram ao programa. Segundo estimativas do Ministério da Economia, cerca de 24,5 milhões de trabalhadores seriam contemplados com o benefício e até 8,5 milhões de empregos poderiam ser preservados.

Por fim, as medidas poderiam ser implementadas apenas por meio de acordo individual ou negociação coletiva com os trabalhadores. Segundo o governo federal, estão sujeitos à implementação das medidas os empregados com salário igual ou inferior a R\$ 3.135,00, ou que possuem diploma de nível superior e recebem salário mensal igual ou maior a duas vezes o limite máximo dos benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS).

Paralelamente, outra ação de destaque foi a criação do Programa Emergencial de Suporte ao Emprego³² (Pese) em abril de 2020. Com o objetivo de prestar auxílio aos trabalhadores desamparados e as PMEs, o programa disponibilizou R\$ 40 bilhões em crédito pelo período de dois meses para o pagamento das folhas de salário das firmas associadas. Segundo o Palácio do Planalto (2020a), a operacionalização do Pese contou com 85% dos recursos provenientes do Tesouro Nacional via repasse da União para o BNDES, ao passo que os 15% restantes foram custeados pelas instituições financeiras integrantes.

Nos termos do programa, seriam oferecidos até dois salários mínimos aos empregados participantes e cuja empresa apresentasse faturamento entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões. O Pese, portanto, mirou as pequenas e médias empresas e teve potencial para atingir 12,2 milhões de trabalhadores e cerca de 1,5 milhão de empresas nas estimativas do Bacen. De acordo com a medida provisória, a contrapartida para adesão ao programa era que as empresas não demitissem seus trabalhadores pelos sessenta dias seguintes a contratação do benefício.

Para estimular a adesão ao programa, as condições de crédito estipuladas foram bastante amigáveis. Como consta na MP nº 944/20 do Palácio do Planalto (2020a), as empresas participantes poderão formalizar as operações de crédito com taxa de juros próxima ao valor da taxa Selic, de 3,75% a.a., e previsão de pagamento no prazo de trinta

³² Medida Provisória nº 944, de 3 de abril de 2020, e Lei nº14.043, de 19 de agosto de 2020.

e seis meses e outros seis meses de carência. Portanto, a proposta do governo com o Pese seria atuar de forma mais ativa no direcionamento de crédito, com condições condizentes a profundidade da crise instaurada.

O governo federal também criou o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) entre maio e junho de 2020³³. Com o objetivo de beneficiar os microempresários afetados pela crise, o Pronampe disponibilizou linha de crédito a taxas mais baixas e poderia contemplar até 4,5 milhões de empresas. Os benefícios gerais do programa incluem crédito de até 30% da receita bruta anual das empresas, com cálculo baseado no exercício de 2019. Para empresas abertas a menos de um ano, o limite de empréstimo fora de até 50% do capital social ou 30% da média do faturamento mensal.

Nas condições do programa, seriam beneficiados os negócios constituídos há mais de um ano e com receita bruta anual inferior a R\$ 360 mil (microempresa) e R\$ 4,8 milhões (pequeno porte). De acordo com o Ministério da Economia, as operações de crédito poderiam ser contratadas até três meses após a criação do programa, com extensão de mais três meses e prazo de até 36 meses para o pagamento dos empréstimos. As instituições financeiras participantes – responsáveis pelos recursos do programa – teriam até 100% de garantia do Fundo Garantidor de Operações (FGO) e poderiam cobrar taxa de juros anual equivalente à Selic e acrescida de mais 1,25% sobre o valor concedido.

A finalidade das operações de crédito era fomentar investimentos e o capital de giro das empresas, como a compra de máquinas e equipamentos, despesas operacionais, entre outras, e sendo proibido o uso dos recursos para distribuição de lucros e dividendos. O Pronampe contou com três fases de liberação de recursos e, na estimativa do Ministério da Economia³⁴, foram liberados pelo FGO cerca de R\$ 40 bilhões com recursos do Tesouro Nacional entre maio e dezembro de 2020.

Por fim, foi criado o Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (Peac) em junho de 2020, cujo objetivo era facilitar o acesso ao crédito e preservar empresas de pequeno e médio porte. O programa beneficiou as empresas com sede no país que tiveram renda bruta anual entre R\$ 360 mil e R\$ 300 milhões em 2019. Segundo o PEAC, fora permitido à União aumentar em até R\$ 20 bilhões a sua participação no Fundo Garantidor

³³ Lei nº 13.999, de 18 de maio de 2020, e Portaria nº 978, de 8 de junho de 2020.

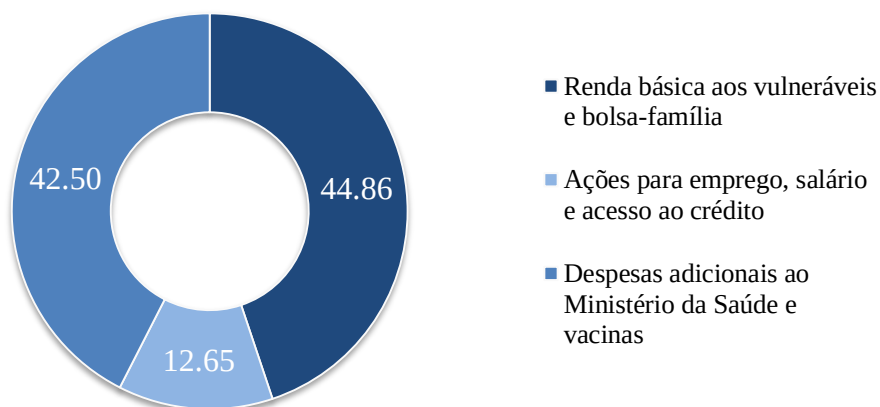
³⁴ Site do governo federal, com último acesso realizado em abril de 2021 e disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2020/dezembro-1/pronampe-concede-credito-a-517-mil-empresas>.

de Investimentos (FGI), administrado pelo BNDES, para as operações contratadas pelo programa. Com duração até dezembro de 2020, o programa concedeu garantias e facilitou empréstimos às PMEs, pois permitiu a concessão de crédito a taxas de juros inferiores e prazos de carência e de financiamento mais elevados (BNDES, 2020).

2.3 As políticas do governo federal e do BCB no primeiro semestre de 2021

Apesar das medidas realizadas em 2020, o cenário de crise sanitária se perpetuou ao longo do ano de 2021 devido à redução no conjunto de medidas de combate à crise, assim como à violenta segunda onda do vírus. O governo federal retomou de maneira bem menos agressiva alguns dos programas de auxílio ao emprego e à renda encerrados ainda em 2020. Sendo assim, até junho de 2021, os novos programas do governo somaram pouco mais de R\$ 100 bilhões em possíveis novos gastos; isto é, apenas um sexto do programado para o ano de 2020 (Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13 – Previsão de recursos da União para combate à covid-19 em 2021 (R\$ milhões)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

A primeira medida de grande relevância para retomada do enfrentamento ao coronavírus foi feita em março deste ano, que previa a extensão do pagamento de auxílio emergencial aos mais afetados pela crise³⁵. Inicialmente, a política teria duração até julho de 2021, porém uma decisão do Ministério da Economia prorrogou o benefício por mais

³⁵ Medida Provisória nº 1.039, de 18 de março de 2021.

três meses, até outubro. Contudo, diferentemente do ano anterior, o auxílio foi limitado a apenas um membro por família, e os valores das parcelas foram reduzidas drasticamente.

A continuação do programa instituiu o pagamento de sete parcelas mensais no valor médio de R\$ 250,00 aos mesmos beneficiários do auxílio de 2020. Segundo a legislação, o valor pode variar entre R\$ 150,00 e R\$ 375,00 a depender da composição familiar daquele que recebe o auxílio. De forma geral, os indivíduos com direito ao benefício e que moram sozinhos receberão o valor mínimo, ao passo que famílias com mais de uma pessoa, mas que não são chefiadas por mulheres, receberiam R\$ 200,00. Por fim, o programa garante que famílias com mais de uma pessoa e chefiadas por mulheres receberão o valor máximo de R\$ 375,00.

Ainda, no final do primeiro semestre, o governo federal adotou o Pronampe como uma política pública de crédito oficial permanente. O programa havia sido encerrado em dezembro de 2020, mas devido às dificuldades de recuperação dos microempreendedores individuais e das micro e pequenas empresas, optou-se pela retomada do programa de forma permanente para melhor atender as condições de crédito. De acordo com o Palácio do Planalto (2021), o novo Pronampe irá oferecer linha de crédito às MPMEs que recebem anualmente até R\$ 360 mil para microempresas e entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões para pequenas empresas, assim como no ano anterior³⁶.

O empréstimo será concedido com taxa de juros anual máxima igual à taxa Selic mais até 6% do valor de empréstimo; enquanto antes esse valor era de até 1,25%. Ademais, as parcelas do pagamento poderão ser realizadas em até 48 meses e o período de carência – pagamento da primeira prestação – será de até 11 meses, maior do que os oito meses concedidos no programa do ano anterior.

O texto aprovado pelo Planalto também determina a separação dos recursos utilizados no programa via abertura de crédito extraordinário para que sejam destinados apenas ao combate dos efeitos da pandemia e possibilita a prorrogação do prazo das operações admitidas no primeiro Pronampe por até um ano. Ademais, o programa (i) possibilita a portabilidade das operações de crédito, garantindo empréstimos a taxas mais amigáveis por até seis meses; (ii) limita o valor das linhas de crédito até 30% do

³⁶ Site do Palácio do Planalto (2021). Último acesso em junho de 2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2021/06/pronampe-vira-politica-publica-de-credito-oficial>>.

faturamento do exercício de 2019 ou de 2020 - o que for maior; e (iii) aumento da participação da União no FGO para cobrir até 85% do valor de cada operação garantida.

Em relação à atuação do BCB, a autarquia afirma que o sistema financeiro dos países afetados pela crise tornou-se mais resiliente em 2021, ao passo que a liquidez permaneceu confortável. Portanto, as medidas da autoridade monetária não foram tão agressivas como no ano anterior. Somado a este fato, os novos programas fiscais aliados aos estímulos monetários levaram a trajetória de alta da inflação, também fruto da apreciação do dólar e do aumento nas exportações de matérias primas (BCB, 2021). Com o novo foco em impedir a deterioração inflacionária e seguir o ritmo de recuperação econômica, a autoridade monetária optou, inclusive, por reverter a trajetória da taxa de juros básica.

O Copom optou por interromper a trajetória de queda sistemática na taxa Selic e iniciar a alta: entre março e junho de 2021, a taxa passou de 2,00% para 4,25% a.a. em sucessivos aumentos. Segundo estimativa do Boletim Focus de outubro de 2021, espera-se que a taxa Selic atinja 8,25% a.a. até o final do ano. Tal política reflete a busca pelo controle das pressões inflacionárias de segunda ordem e de uma taxa de juros mais competitiva que aufera maiores rentabilidades.

Ainda, o BCB prorrogou diversas medidas que estavam em vigor após o início da pandemia em 2020³⁷. Para fins de política monetária e controle da liquidez no sistema financeiro, a autoridade monetária reforçou a possibilidade de atuar no mercado secundário em fevereiro de 2021, onde ficaria prolongada a autorização de compra e venda dos títulos públicos. Já para regular o mercado de câmbio, ainda mais volátil desde o início da pandemia, prorrogou os mecanismos de política cambial, como a compra e venda de moeda estrangeira nos mercados à vista e a prazo e os *swaps* em taxas de juros e variação cambial.

Em março de 2021, o BCB deu continuidade às regras de recolhimento compulsório sobre recursos a prazo que estavam em vigor desde março de 2020. Desta forma, a taxa de 17% fora estendida até novembro de 2021, ao passo que a alíquota de 20% passaria a valer em dezembro do mesmo ano. Por fim, o adicional contracíclico de capital principal (ACCP) foi mantido em 0% até o final de 2021: em consonância às condições estáveis de liquidez, do mercado de crédito e dos preços dos ativos, optou-se

³⁷ Resolução nº 75 e 76, do BCB, de 23 de fevereiro de 2021, e Resolução nº 78, de 10 de março de 2021.

por manter em 0% a exigibilidade de uma parcela dos ativos totais dos bancos comerciais como capital próprio (BCB, 2021).

Por fim, foi aprovada pelo Congresso Nacional em fevereiro de 2021 a autonomia³⁸ do Banco Central. A autarquia contará com oito diretores e um presidente, nomeados pelo Presidente da República, cujos mandatos terão duração de quatro anos. Os mandatos dos membros diretores terão início de forma alternada e não poderão coincidir com o do Presidente da República. Essa decisão também foi de encontro a política macroeconômica do *mainstream*, na qual acredita-se que a autonomia do banco central promove maior credibilidade ao órgão e reduz as incertezas do mercado.

As medidas têm se mostrado insuficientes, pois além do retorno às políticas neoliberais em 2021, as famílias e empresas continuam com dificuldade de acesso ao crédito. Isto é, apesar das possibilidades de liberação de capital serem otimistas, na prática, o crédito privado vem encontrando alguma dificuldade para chegar na ponta como em 2020.

2.4 Síntese

As políticas econômicas em 2020 foram extensas e ocorreram em montantes nunca vistos antes. A mobilização do governo federal e do banco central resultou em inúmeras ações tempestivas de liberação de liquidez, de capital, redução das taxas de juros e programas de manutenção de emprego e renda. Foram destinados mais de R\$600 bilhões em possíveis novos gastos, enquanto as medidas do BCB esperavam alcançar até R\$ 2 trilhões em aumento de liquidez do sistema financeiro.

Como visto anteriormente, as principais medidas da autarquia consistiram em reduzir as taxas de juros, alíquota de compulsório e garantir liquidez e crédito ao sistema financeiro. Já o governo federal também realizou ações de destaque, como a criação de auxílio emergencial que contemplou extensa gama de indivíduos em situação de pobreza e abriu o debate para a formulação de uma renda básica universal. Além disso, foram criados programas que buscaram manter o emprego e acionadas linhas de crédito às empresas de micro e pequeno porte.

Por outro lado, em 2021 o governo optou por retomar as recomendações da macroeconomia ortodoxa e interrompeu ou reduziu drasticamente o valor de alguns dos principais programas criados no ano anterior. À exemplo disso, as taxas de juros

³⁸ Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.

retornaram sua trajetória de alta, diversas linhas de crédito foram encerradas ou apresentaram juros mais elevados e o auxílio emergencial – após 4 meses suspenso – retornou com o valor consideravelmente menor.

Essa diferença brusca entre as políticas pós-keynesianas de 2020 e a agenda liberal de 2021 pode gerar efeitos nocivos à economia, como será visto a seguir. No capítulo seguinte, será feita uma análise acerca das medidas utilizadas até o primeiro semestre de 2021, cujos impactos serão descritos em termos de estatísticas descritivas.

Capítulo 3 - Avaliação da política monetária, creditícia e dos programas do governo federal no Brasil após a crise da covid-19

No presente capítulo, o principal objetivo é avaliar os impactos das medidas do BCB e do governo federal no combate a crise da covid-19. Mais especificamente, busca-se avaliar os efeitos do conjunto de instrumentos sobre os preços dos ativos, a liquidez, o mercado de crédito, o endividamento das famílias e empresas e nas principais variáveis macroeconômicas. Levando em conta que o período de tempo da análise é relativamente curto, optou-se por realizar uma análise de indicadores e estatísticas descritivas.

Na seção 3.1, fala-se da retomada dos preços dos ativos e da trajetória das principais taxas de juros que refletem no comportamento do crédito. Já a seção 3.2 se aprofunda nos impactos das políticas sobre o mercado de crédito, endividamento das famílias e inadimplência das firmas. A seção 3.3 resume como os programas do governo federal atuaram na busca pela manutenção da renda e do emprego. Por fim, a seção 3.4 sintetiza os principais pontos do capítulo e analisa os impactos das medidas à luz da hipótese de trabalho dessa dissertação.

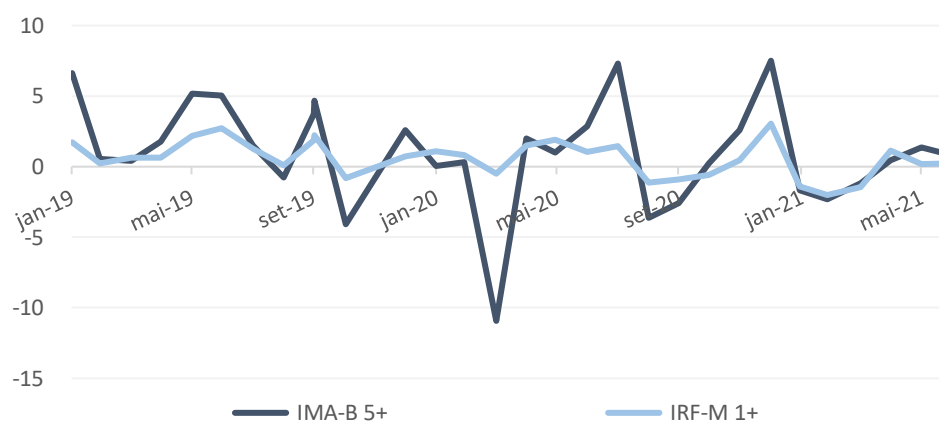
3.1 Efeitos sobre os preços dos ativos, taxas de juros e curva de rendimento

A crise do coronavírus atingiu o lado financeiro da economia e introduziu alguns processos de fragilização sob o ponto de vista minskyano. Em um primeiro momento, afetou os mercados financeiros e incorreu em um processo de deflação nos preços dos ativos. Ademais, provocou a realocação das carteiras em direção aos ativos mais seguros e a fuga de capitais de países emergentes para avançados. Em seguida, aumentou a fragilidade das empresas e famílias devido a reduções inesperadas nos seus fluxos de caixa; de forma que alguns agentes poderiam experimentar situação de insolvência (MARTINS; TORRES; MACAHYBA, 2021).

Inicialmente, o valor dos ativos nos mercados de títulos públicos e corporativos reduziu-se abruptamente em resposta ao ambiente de incerteza instaurado com a pandemia. Estes ativos são captados, respectivamente, pelo IMA (Índice de Mercado Anbima) e IDA (Índice de Debêntures) geral. O primeiro é referência para os investimentos em renda fixa, pois é formado por uma carteira de títulos públicos que compõem a dívida doméstica do país. Já o segundo reflete o comportamento da carteira de dívida privada e é formado por debêntures com precificação diária na Anbima.

Segundo a Anbima (2021), esses indicadores possuem subíndices que reúnem ativos de características semelhantes e retratam a variedade de títulos existentes. Para a presente análise, faz sentido avaliar a rentabilidade daqueles associados aos títulos de longo prazo, mais suscetíveis às flutuações econômicas e que por isso apresentaram o maior recuo. Como exemplo, há o IMA-B 5+, formado por títulos públicos indexados ao IPCA e com vencimento superior a cinco anos, e o IRF-M 1+, constituído por títulos públicos prefixados e com vencimento maior do que um ano (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 – Rentabilidade nominal dos títulos longos IMA-B 5+ e IRF-M 1+ entre 2019 e 2021 (%)



Fonte: Anbima. Elaboração própria.

O Gráfico 3.1 mostra o efeito da pandemia nos subíndices do IMA cujos vencimentos ocorrem a prazo mais longo, caso do IRF-M 1+ e principalmente do IMA-B 5+. Nota-se que a desvalorização nos preços dos ativos foi ainda mais intensa no título com maturidade superior a cinco anos, reflexo da incerteza dos investidores com a recuperação econômica a longo prazo. Já o título com vencimento superior a um ano sofreu de forma pouco mais moderada os impactos da crise. Ademais, não apenas os títulos de longo prazo, mas também aqueles com vencimento mais curto apresentaram sucessivas quedas, embora menos acentuadas. O IMA e o IDA geral fecharam o primeiro trimestre com reduções de 0,99% e 4,12%, respectivamente (ANBIMA, 2020). Entretanto, nos meses subsequentes o mercado reaqueceu e compensou o rendimento negativo do primeiro trimestre de 2020.

A tendência de alta nos preços dos ativos ao longo do segundo trimestre de 2020 foi uma resposta positiva às medidas da autoridade monetária. Isto é, a redução nas taxas de juros básicas associada ao conjunto de instrumentos do BCB para liberação de liquidez

fez os mercados de títulos públicos e corporativos se recuperarem gradativamente. A autarquia diminuiu a exigência de compulsórios, o que liberou recursos para que as IFs adquirissem mais ativos, e criou novos instrumentos financeiros que facilitaram a rolagem das dívidas com as instituições financeiras.

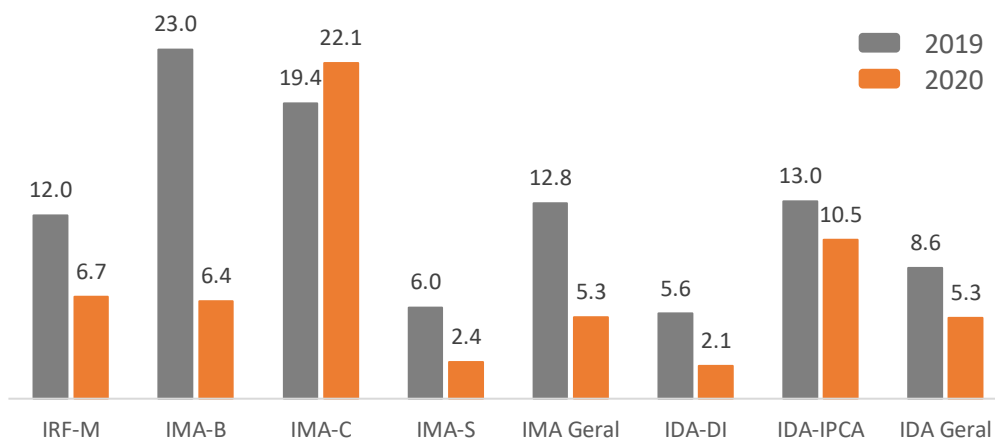
Com isso, houve redução na incerteza dos agentes no segundo trimestre do ano e consequente interrupção da queda nos preços dos ativos. No entanto, o conjunto de medidas não provocou maior dinamismo nas emissões primárias de ativos, como destacam Martins, Torres e Macahyba (2021, p. 5). Apesar dos diversos instrumentos no leque de possibilidades do BCB, nem todos foram utilizados, de forma que a movimentação do mercado ficou prejudicada.

À exemplo disso, a autoridade monetária poderia atuar no mercado secundário por meio da compra de ativos, porém não o fez. Aprovada em junho de 2020, a medida previa a compra ou venda de títulos do Tesouro e de ativos privados de capitais com preços publicados na Anbima e na [B]³. Logo, o BCB poderia evitar a desvalorização dos ativos financeiros e prover maior dinamismo às emissões de ativos, pois ao comprá-los, sustentaria seus preços e garantiria os níveis de liquidez das instituições, além de reduzir a incerteza.

No terceiro trimestre de 2020, uma nova onda de incerteza atingiu o mercado financeiro com a proximidade das eleições norte-americanas e mudanças desfavoráveis nos níveis de liquidez internacionais. Nesse momento, a crise política brasileira, pautada na falta de coordenação entre governo federal e autoridade monetária, incorreu em maior volatilidade ao mercado e breve deflação no preço dos ativos, sobretudo no mercado de títulos públicos (MARTINS; TORRES; MACAHYBA, 2021).

Ao final do ano, as notícias sobre a vacinação contra a covid-19 para o mês seguinte e os efeitos dos incentivos fiscais na economia doméstica possibilitaram certa recuperação nos fluxos de capitais e nos preços dos ativos. Sendo assim, os programas de incentivo à renda e emprego elevaram as expectativas dos agentes quanto a possível recuperação da atividade econômica, refletida na alta dos preços dos ativos.

Os índices apresentaram resultados aquém do nível pré-pandemia, mas encerraram 2020 com ganhos expressivos em algumas classes. O Gráfico 3.2 abaixo que compara a rentabilidade dos índices que compõem a carteira do IMA e IDA em 2019 e 2020. A recuperação dos preços dos ativos foi uma realidade, mas poderia ter avançado ainda mais caso o BCB tivesse executado medidas que impactariam diretamente o mercado de títulos, por meio da compra de ativos no mercado secundário.

Gráfico 3.2 – Rendimento anual das carteiras do IMA e IDA em 2019 e 2020 (%)

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Em razão da segunda onda da pandemia e da perspectiva de piora no quadro fiscal, o preço dos ativos exibiu nova trajetória de deflação em 2021. O destaque das quedas ficou por conta dos ativos com maturidade mais longas, pois refletem o risco de mercado e oscilam de acordo com a insegurança no cenário econômico. Assim sendo, a perspectiva negativa em relação ao futuro da atividade econômica levou a deflação generalizada nos preços dos ativos no primeiro trimestre do ano (ANBIMA, 2021).

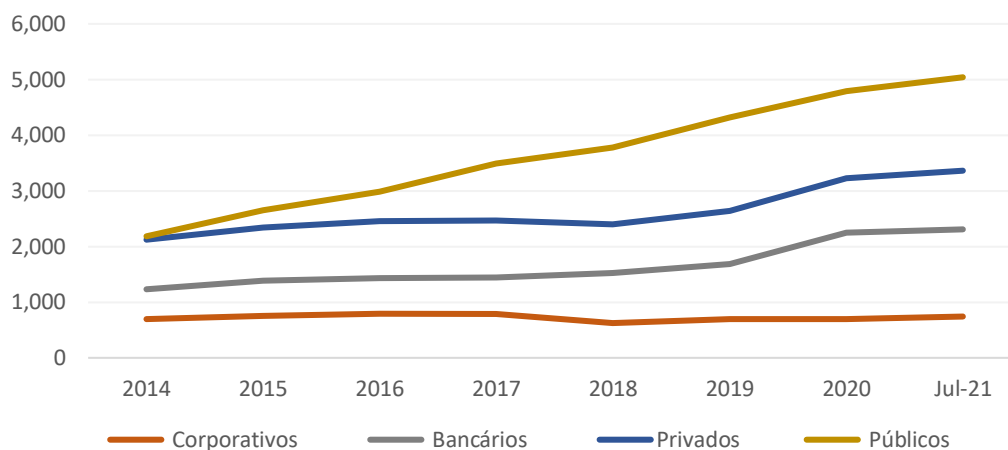
Com o aumento da inflação e da taxa Selic, o segundo trimestre de 2021 foi marcado pela recuperação nos preços dos títulos corporativos atrelados ao IPCA e ao DI. Em contrapartida, os títulos públicos não apresentaram ganhos marcantes, e até junho de 2021 acumularam apenas 0,15% de rentabilidade no ano. Isso ocorre devido a política de aumentos sucessivos na taxa de juros básica, que comprometeu a performance dos títulos públicos pré-fixados e beneficiou os títulos corporativos com menor risco de crédito (ANBIMA, 2021).

Ou seja, de forma geral, as políticas domésticas do BCB e do governo federal causaram impactos divergentes nos preços dos ativos, captados pelo mercado de títulos públicos e corporativos. Por um lado, a queda na taxa de juros e as liberações de liquidez da autoridade monetária foram responsáveis pela restauração nos preços dos ativos em 2020. Ainda, as expectativas de reestruturação econômica advinda dos programas governamentais impediram maiores quedas nos preços.

No final de 2020 os preços dos ativos encontravam-se recuperados; ao passo que a riqueza financeira – medida pelo estoque de títulos públicos e privados – havia retomado os patamares pré-crise. Tanto os títulos privados (somatório dos ativos corporativos e

bancários) como os públicos fecharam 2020 com valores superiores a 2019. Em julho de 2021, a riqueza representada por esses ativos já não apresentava sinais de desvalorização, como mostra o Gráfico 3.3.

Gráfico 3.3 – Riqueza financeira dos ativos (estoque de títulos em R\$)



Fonte: Anbima.

Entretanto, vale ressaltar que a apreciação dos ativos foi freada por alguns fatores. Em primeiro lugar, os estímulos emergenciais incorreram em um aumento do déficit e da dívida públicos, engendrando no mercado uma pressão por elevação da taxa de juros devido a “riscos fiscais” – também originada a partir das condições internacionais de liquidez. Posteriormente, a interrupção dos principais programas do governo federal e do BCB em 2021 reduziu as expectativas de uma recuperação certa. Ao mesmo tempo, a política monetária de aumento dos juros prejudicou o mercado de títulos públicos, cujos ativos apresentaram leve desvalorização.

Por outro lado, as políticas domésticas não foram os únicos fatores a impactarem o mercado, que responde também às flutuações externas. Isto é, a recuperação das principais potências internacionais e os desdobramentos de eventos como as eleições norte-americanas tiveram efeitos positivos na trajetória dos preços dos ativos. Por fim, a autoridade monetária poderia ter colocado em prática algumas medidas que causariam efeitos benéficos ao mercado de títulos, como a política de compra de ativos no mercado secundário.

Concomitante aos movimentos nos preços dos ativos, a taxa de juros básica da economia também apresentou mudanças significativas nesses quase dois anos de crise. Em momentos de incerteza, principalmente para empresas e consumidores que devem

cumprir suas obrigações, a taxa de juros é um instrumento de manipulação para estabelecer incentivos monetários. Desta forma, em vista dos efeitos nocivos da pandemia sobre a renda das famílias e sobre o fluxo de caixa das firmas, a taxa Selic fora reajustada inúmeras vezes entre janeiro de 2020 e julho de 2021.

Com efeito, a taxa de juros apresentou duas tendências de trajetória no período em questão: em um primeiro momento, foi reduzida de 4,25% aa até alcançar 2% a.a. entre setembro e dezembro de 2020. Posteriormente, o BCB optou pelo retorno da trajetória de alta e, a partir de janeiro de 2021, a taxa Selic foi reajustada em sucessivos aumentos, até alcançar o patamar de 4,25% em junho de 2021.

Esses movimentos na taxa de juros de curto prazo impactam diretamente em outro elemento de extrema importância para o mercado financeiro: a curva de rendimentos (*yield curve*). Segundo Cardim de Carvalho (2005), existe uma relação entre as taxas de juros de diferentes maturidades (curta ou longa) que estabelece uma estrutura a termo das taxas de juros. Sendo assim, por definição a curva de rendimentos mostra os diversos rendimentos oferecidos naquele momento em títulos de diferentes prazos.

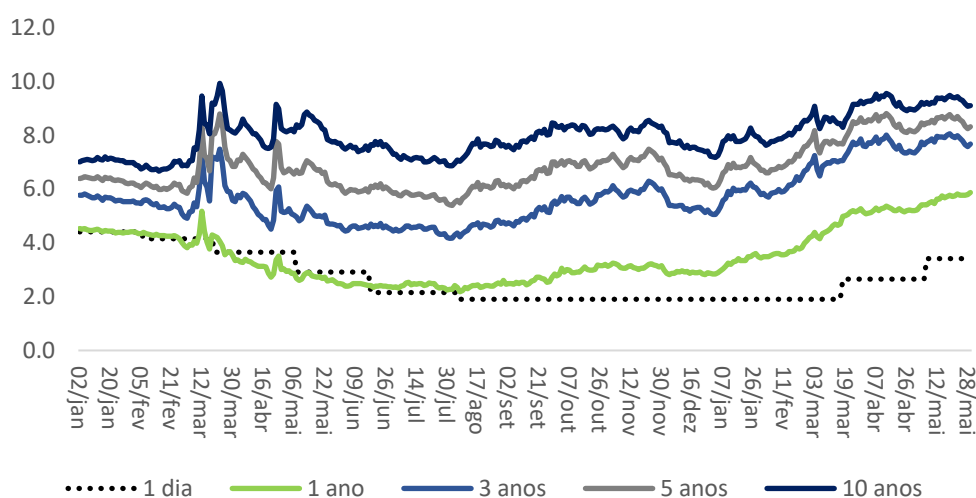
De acordo com Bastos, Dweck e Martins (2020, p. 9), as taxas de longo prazo tendem a seguir a trajetória da de curto prazo, ainda que com alguma defasagem e apresentando um *spread* sobre esta. Logo, a taxa de curto prazo é uma espécie de sinalizador incorporada nas expectativas dos agentes para a formação das taxas de longo prazo. Caso o mercado espere uma queda “permanente” nos juros de curto prazo, os de prazo longo irão incorporar tal tendência; por outro lado, se a queda for entendida como provisória, abre-se uma lacuna entre ambas as taxas, refletida na curva de rendimentos.

Como ressaltado previamente, de início a crise da covid-19 teve impactos diretos no rendimento dos títulos de longo prazo. Isso significa que os ativos associados a maturidades de longo prazo passaram a render menos se comparados aos de curto prazo. Tal redução na inclinação da *yield curve* pode ser explicada pelo aumento da incerteza dos investidores com o futuro da atividade econômica: a pandemia trouxe expectativas de desaceleração que refletiram na queda de rendimento dos títulos longos.

Entretanto, as ações do BCB para provisão de liquidez como a redução do compulsório e a criação de linhas temporárias de liquidez com letras financeiras garantidas levaram ao aumento dos preços dos ativos de longo prazo (redução nos juros longos). Dessa forma, houve recuperação dos preços dos ativos já em 2020 e posterior normalização do mercado até o final do ano.

Portanto, a abertura do diferencial de juros e da curva de rendimentos ocorreu, em grande parte, em função da redução na taxa básica de curto prazo, e não de um aumento da taxa longa. Apenas em um primeiro momento o descolamento da *yield curve* foi fruto do choque inicial da covid-19 e dos desdobramentos nos títulos de longo prazo. Ao longo do ano as taxas de maior maturidade apresentaram queda e acompanharam o movimento da taxa de curto prazo. Num segundo momento, porém, a trajetória de descolamento refletiu alguns dos fatores elencados acima, assim como a aceleração inflacionária vivenciada no final de 2020 e durante 2021.

Gráfico 3.4 - Curva de rendimentos (Swap DI-pré, %) entre 2020 e 2021



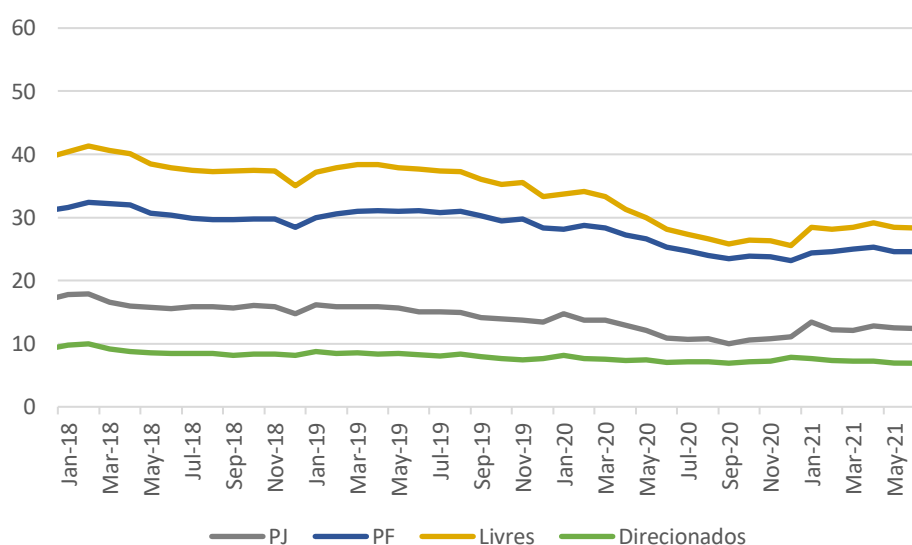
Fonte: B3. Elaboração própria.

Além dos efeitos no mercado de títulos, a redução da taxa de juros básica buscou movimentar a demanda agregada e incentivar os empréstimos às empresas e famílias. Isso porque as demais taxas de juros acompanharam, em sua maioria, a tendência de queda dos juros básicos. Dessa forma, tanto as taxas de empréstimos nas linhas de crédito (inclusive dos programas governamentais) como as taxas médias nominais e o *spread* bancário se reduziram.

Em primeiro lugar, os juros médios para as novas concessões de crédito bancário doméstico caíram ao longo do primeiro semestre de 2020: passaram de 22,6% em dezembro de 2019 para 19,5% a.a. em junho de 2020. Segundo o BCB (2020d, p. 21), a queda ocorreu tanto para as pessoas físicas quanto para as empresas e foi reflexo da política monetária expansionista. Tais políticas permitiram a redução dos custos de captação dos bancos e, consequentemente, da taxa cobrada nas concessões.

No entanto, do segundo semestre de 2020 em diante, as taxas médias mensais das operações de crédito voltaram a aumentar e permaneceram em patamar elevado durante todo o ano (Gráfico 3.5). O movimento teve inúmeras causas, como o aumento das taxas de juros futuras e foi, posteriormente, reforçado pela elevação da taxa Selic. Segundo reportagem do Valor³⁹, o que balizou essa política mais conservadora do BCB foram as pressões inflacionárias de curto prazo por conta da alta nos setores de alimentos e insumos, pressionados pelo aumento no preço das *commodities*, bem como o início da recuperação das atividades econômicas externa e doméstica.

Gráfico 3.5 - Taxas de juros médias das operações de crédito (%)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Notadamente, a alta dos juros médios está atrelada aos elevados custos de captação, que podem ser vistos como a busca dos investidores por ativos alternativos que permitiram maior rentabilidade. Em um ambiente cuja taxa nominal se encontrava em patamares baixos, o mercado financeiro não adquiriu a remuneração desejada e partiu para ativos mais arriscados, cujos retornos superaram a taxa Selic (BCB, 2021, p. 16).

Mais especificamente, tal alta resultou do aumento no custo médio do estoque de captações em instrumentos que superaram a rentabilidade obtida com ativos de elevada liquidez. Com a política de redução da taxa de juros básicas, os investidores passaram a buscar ativos alternativos àqueles atrelados à taxa Selic. A expansão dos ativos, por sua

³⁹ Reportagem do Valor Econômico intitulada “Inflação começa a mostrar pressões mais disseminadas”, de 28/10/2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/10/28/inflacao-comeca-a-mostrar-pressoes-mais-disseminadas.ghtml>. Último acesso em agosto de 2021.

vez, demanda recursos cujos custos de captação superavam a taxa Selic, bem como aumentou o custo de manutenção de liquidez (BCB, 2021).

A adoção da política de *forward guidance* pelo BCB, que sinalizou manter os juros baixos até o final de 2020, não impediu essa alta nos custos de captação. Sendo assim, o movimento foi na contramão do que era esperado com a política de orientação, que busca reduzir a incerteza do mercado financeiro. No entanto, o BCB (2020e) mostra que, ao isolar outros efeitos sobre a curva de juros, o *forward guidance* seria eficaz em reduzir as pressões sobre os custos. Portanto, apesar de não reduzir os custos de captação dos bancos, a alta poderia ter sido bem maior sem esta política pertencente ao leque de medidas não convencionais.

Ainda assim, os juros efetivamente cobrados aos consumidores finais não subiram tanto. De acordo com reportagem do jornal Valor Econômico, o custo final do crédito não apresentou aumentos relevantes por conta da redução do *spread* bancário⁴⁰. Apesar da elevação nos custos de captação dos bancos, na inadimplência dos consumidores e do maior risco nas operações de crédito em momentos de crise, as taxas de juros de empréstimos e o *spread* apresentaram recuos entre março e setembro de 2020 (Tabela 3.1).

Isto é, em um movimento contrário ao esperado e apesar da incerteza com a economia, as instituições financeiras reduziram as margens que cobrem eventual inadimplência. Posteriormente, houve uma ligeira alta em outubro de 2020 e em janeiro de 2021, explicadas pelo já citado aumento nos custos de captação das IFs. No entanto, os *spreads* voltaram a recuar a patamares históricos e bem inferiores aos níveis pré-crise (FEBRABAN, 2020).

Abrindo a análise para pessoas físicas e jurídicas, vê-se tendência parecida a citada anteriormente: em ambas as modalidades houve redução no *spread*, principalmente às pessoas físicas com recursos livres – aqueles não concentrados em bancos públicos –, como mostra o Gráfico 3.6 abaixo. Entretanto, devido à trajetória de aumento das taxas de juros e interrupção dos principais programas governamentais em 2021, os *spreads* voltaram a subir.

Portanto, nota-se que as medidas do Banco Central e do governo federal impediram maior deflação no preço dos ativos e culminaram na retomada deste segmento. Apesar de crescimento tímido, a rentabilidade dos ativos públicos e privados foi positiva.

⁴⁰ Reportagem do Valor Econômico intitulada “Análise: ‘*Forward guidance*’ não impede alta do custo de captação de bancos”, de 23/12/2020. Acesso em julho de 2021.

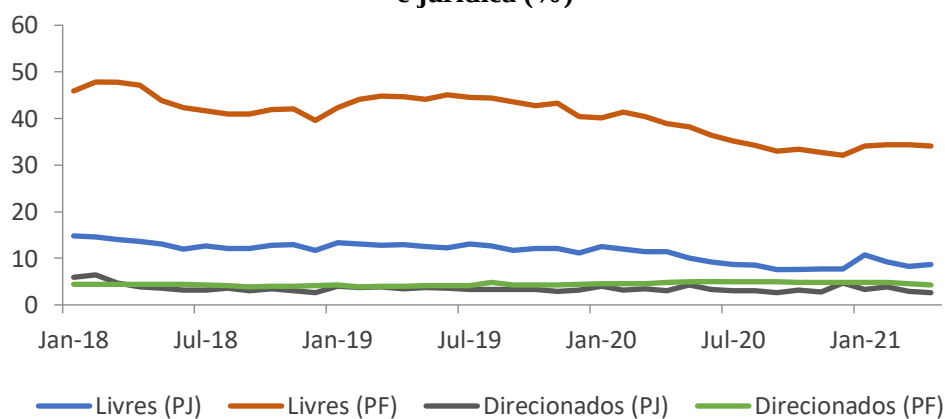
Desta forma, ao final de 2020 a riqueza financeira dos ativos encontrava-se em patamares pré-crise e os mercados financeiro e de capitais não mais corriam riscos com a crise.

Tabela 3.1 – Spread bancário médio por recursos (%)

Data	Total	Livre	Direc.
mar/20	18,0	27,6	4,2
abr/20	17,2	26,2	4,2
mai/20	16,7	25,0	4,7
jun/20	15,8	23,7	4,5
jul/20	15,4	23,0	4,4
ago/20	14,9	22,3	4,4
set/20	14,3	21,2	4,2
out/20	14,5	21,4	4,3
nov/20	14,4	21,2	4,2
dez/20	14,5	21,0	4,8
jan/21	15,8	23,5	4,4
fev/21	15,5	22,9	4,5
mar/21	15,0	22,4	4,1
abr/21	15,1	22,6	3,8
mai/21	14,5	21,7	3,7
jun/21	14,3	21,5	3,3
Variação (em pp) mar/20-jun/21	-4,2	-7,4	-0,9

Fonte: BCB/DSTAT. Elaboração própria.

Gráfico 3.6 – Evolução do spread médio em recursos livres e direcionados por pessoa física e jurídica (%)



Fonte: BCB-DSTAT. Elaboração própria.

Ademais, a redução na taxa básica de juros, as medidas de liberação de liquidez e os programas governamentais criaram o cenário para a queda histórica nos *spreads* bancários, o que aliviou, em parte, o mercado de crédito. Sendo assim, a atuação da autarquia e do governo federal como *Big Bank* e *Big Government*, ideais defendidos por

Minsky, parece ter sido responsável por impedir a disseminação ainda maior da instabilidade financeira e o colapso dos mercados de ativos.

3.2 Efeitos sobre o mercado de crédito, inadimplência das empresas e endividamento das famílias

A crise da covid-19 elevou a necessidade de liquidez das instituições financeiras, mas também de empresas e famílias. Segundo o BCB (2020d, p. 13), o sistema financeiro experimentou redução das fontes externas de *funding*, elevados saques de linhas de crédito abertas às empresas e famílias afetadas pela crise e saques para processos de renegociação de operações de crédito. Como consequência, houve aumento no risco de liquidez do sistema bancário e necessidade de maiores captações bancárias.

Com os instrumentos monetários do Banco Central e os programas implementados em 2020, o risco de liquidez do sistema financeiro foi rapidamente revertido e houve recuperação dos níveis de resiliência dos bancos. Mais ainda, as medidas como o novo DPGE, a criação da linha temporária especial de liquidez (LTEL-LFG) e as reduções na alíquota de compulsório de depósito a prazo reestabeleceram a liquidez de curto prazo e foram responsáveis pela elevação dos ativos líquidos na carteira dos bancos e das captações ao longo de 2020 (BCB, 2020, p. 15).

No entanto, apesar das medidas de liberação de liquidez da autoridade monetária e do aumento nas captações bancárias e nos ativos líquidos, a necessidade de caixa em períodos de “estresse de liquidez” para o prazo de 30 dias cresceu na mesma proporção que os ativos líquidos. O BCB (2020d) atribui a esse movimento a maior volatilidade da economia, o consequente risco de mercado e o aumento das estimativas de resgates de captações em situação de crise de liquidez.

Em relação a liquidez de curto prazo dos bancos privados, houve reestruturação dos seus ativos líquidos ao longo de 2020 após a queda oriunda da crise. O fluxo de caixa das instituições permaneceu positivo, pois o aumento dos recursos provenientes dos depósitos compulsórios e do volume de captações compensou as saídas com concessão de crédito. Assim sendo, houve crescimento dos ativos líquidos dos bancos privados e também dos bancos públicos, embora em menor intensidade (BCB, 2020, p. 17).

Já os bancos públicos apresentaram maior estabilidade nos seus fluxos de caixa do que os bancos privados, com destaque para os ganhos com a valorização dos títulos e o aumento das captações. De forma geral, essas instituições foram menos impactadas pela

volatilidade dos mercados e, conseqüentemente, a necessidade de caixa também foi baixa se comparada aos bancos privados.

Por outro lado, em 2020 a liquidez de longo prazo teve movimentos de queda e recuperação similares à de curto prazo, mas a sua trajetória foi menos abrupta. Com a deflagração da pandemia, o aumento no volume de concessão de crédito pressionou a liquidez dos bancos privados no primeiro trimestre. Porém, as elevadas captações bancárias ao longo do semestre reestabeleceram a liquidez das instituições financeiras: em junho de 2020, o índice de liquidez estrutural⁴¹ já alcançara patamares pré-crise.

Apesar da redução nas entradas de caixa no segundo semestre de 2020, a boa liquidez do mercado ficou mantida e pode ser comprovada pelo elevado LCR (*liquidity cover ratio*): o seu valor de 229% no segundo semestre de 2020 foi bastante superior ao nível mínimo requerido de 100%. De forma geral, o índice estabelecido pelo Comitê de Basileia garante que as instituições S1⁴² mantenham ativos de alta liquidez no portfólio para suportar possíveis saídas de caixa até o mês seguinte. Portanto, quanto maior o índice, mais confortável é a situação da liquidez bancária.

No primeiro semestre de 2021, a liquidez de curto prazo permaneceu em níveis elevados para todo o sistema bancário e não apresentou risco de não atender à demanda por crédito. De acordo com o BCB (2021, p. 19), os instrumentos de captação como a LTEL-LFG e o novo DPGE garantiram os recursos necessários aos empréstimos financeiros em bancos pequenos. Já para os bancos de maior porte, houve aumento das captações de ativos de alta liquidez em montantes superiores à saída de caixa, o que aliviou as condições de liquidez.

Paralelamente, a liquidez de longo prazo também se manteve em patamares confortáveis para financiamentos de ativos de longo prazo ao longo de 2021. O crescimento dos recursos de longo prazo, especialmente nos bancos privados, advém do aumento das captações de varejo, como os depósitos à vista e poupança. Segundo o BCB (2021, p. 20), os novos recursos foram essenciais para a manutenção do crescimento dos créditos de longo prazo, em especial os programas emergenciais do governo federal.

⁴¹ Segundo o BCB (2020d, p. 20), o índice de liquidez estrutural mede a estabilidade dos recursos em posse dos bancos frente ao financiamento dos seus ativos de longo prazo. Caso a instituição apresente bom índice (valor igual ou superior a 1), estará menos suscetível a problemas de liquidez.

⁴² De acordo com a regulação prudencial do BCB, as instituições que constituem a segmentação S1 são os bancos com porte igual ou superior a 10% do PIB.

As evidências empíricas apontam, então, para a manutenção de condições confortáveis em termos de fragilidade financeira dos bancos e das instituições financeiras em geral. Não só a autoridade monetária havia evitado a materialização da instabilidade financeira, mas também teve sucesso em recompor a liquidez e evitar a fragilização dos balanços dos principais *players* de mercado.

No que tange ao crédito, apesar de o sistema financeiro sofrer com as perdas de crédito esperadas, as ações do governo foram essenciais para impedir o colapso do mercado de crédito. As provisões do SFN ocorreram em montantes suficientes para sustentar o nível de liquidez e impedir maiores perdas de crédito. Assim sendo, alcançaram o maior percentual em relação aos ativos problemáticos em posse das instituições financeiras e superaram as perdas estimadas para a carteira de crédito (BCB, 2021, p. 22).

Os efeitos da pandemia da covid-19 foram especialmente prejudiciais às empresas de micro e pequeno portes e às famílias em situação de vulnerabilidade. Com a paralisação das atividades econômicas, muitas firmas que já operavam no limite da capacidade financeira não conseguiram honrar com seus compromissos e ficaram ainda mais frágeis sob o ponto de vista financeiro. Paralelamente, as famílias que já apresentavam restrições orçamentárias experimentaram queda ainda maior na sua renda.

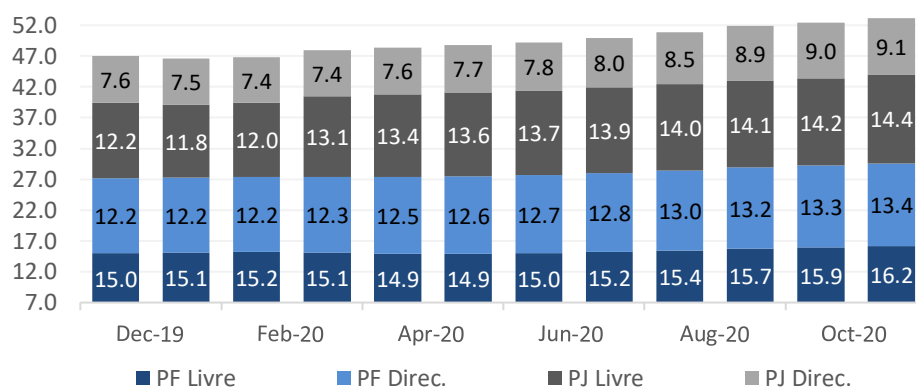
Por isso, as empresas e as famílias vulneráveis se tornaram o maior público-alvo das medidas adotadas. A autoridade monetária chama atenção para a concessão de crédito às firmas, cujo crescimento ocorreu em peso a partir do segundo trimestre de 2020 devido ao Pronampe e ao Peac. Mais especificamente, o crédito bancário às pessoas jurídicas aumentou 8,4% no primeiro semestre e 31% no segundo semestre de 2020, com destaque para o crédito com recursos livres – cristalizando uma nova forma de atuação creditícia em crises, que não passava pelo direcionamento de recursos via BNDES.

Ainda assim, o mercado de crédito sofreu com os efeitos e desdobramentos da crise da covid-19. Houve clara mudança no perfil de crescimento do crédito bancário: antes, as concessões eram impulsionadas em direção às modalidades de pessoas físicas, em especial as operações de crédito livre (Gráfico 3.7). Entretanto, a crise exigiu suporte robusto às empresas, de forma que o dinamismo passou a vir da concessão de crédito livre para as pessoas jurídicas (BCB, 2020d, p. 21).

De forma geral, o ritmo de expansão do crédito ao longo de 2020 deveu-se ao processo de queda das taxas de juros, às medidas de liquidez do BCB e aos pacotes de estímulo fiscal do governo para combate à crise (BCB, 2021a, p. 22). Em relação às

peças jurídicas (PJs), os maiores propulsores do crédito bancário foram os programas emergenciais do governo federal, como o Pronampe, o Peac e o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e Renda.

Gráfico 3.7 – Composição do estoque de crédito em relação ao PIB (%)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

O BCB (2020d) destaca que o financiamento por parte dos programas emergenciais foi intenso, de forma que o crédito bancário registrou a maior taxa de crescimento dos últimos anos. Tanto as empresas de grande porte como as micro e pequenas empresas, foco dos programas federais, foram beneficiadas em termos de crédito. De forma geral, os recursos ofertados às empresas objetivaram a manutenção da liquidez e emprego, o financiamento da cadeia produtiva e a proteção cambial para empresas exportadoras.

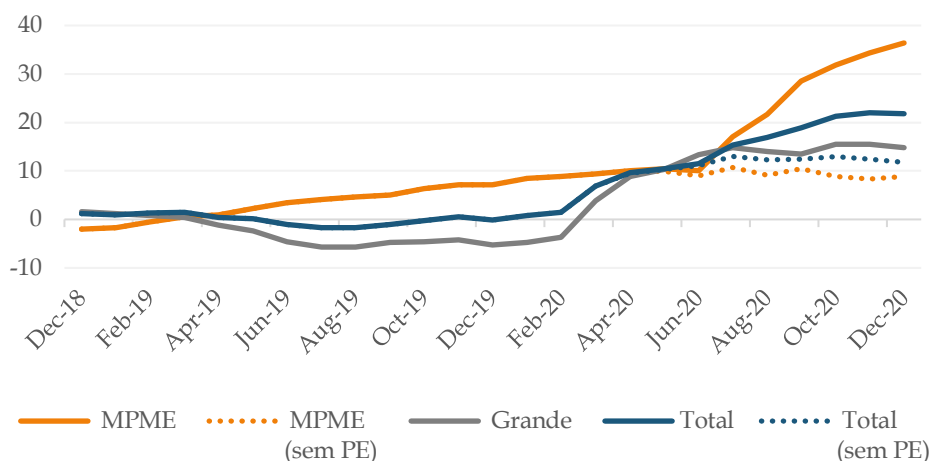
Em relação às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), o ritmo de crescimento das carteiras de crédito foi particularmente elevado no segundo semestre de 2020, como mostra o Gráfico 3.8, que compara o crescimento anual com e sem programa emergencial. Como exposto, os programas de estímulo ao crédito, sobretudo o Peac e o Pronampe, e a redução do requerimento de capital às instituições financeiras foram os maiores responsáveis pela expansão do financiamento e do crédito.

Por outro lado, o financiamento às empresas por parte do mercado de capitais⁴³ arrefeceu por conta da incerteza sobre a recuperação econômica, sobretudo na emissão de debêntures. Embora a expansão do financiamento de curto prazo por notas comerciais tenha sido expressiva, não ocorreu em montantes suficientes para sustentar o mercado de crédito. Ainda, outro empecilho ao financiamento do mercado de capitais foi a

⁴³ Segundo o BCB (2020d), o mercado de capitais é uma das principais alternativas de financiamento para as empresas.

participação das instituições financeiras: embora esteja em constante crescimento, o movimento é extremamente concentrado em poucos bancos e emissores (BCB, 2020, p. 23).

Gráfico 3.8 – Crescimento anual (%) da carteira de crédito das pessoas jurídicas, com e sem programa emergencial (PE)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Com o aumento da incerteza em 2021, as carteiras de crédito das PJs passaram a apresentar maior risco. As causas do risco estão associadas à situação econômico-financeira das empresas, cuja melhora ocorreu de forma desigual quando consideramos uma visão mais ampla. Isto é, as empresas que atuam em setores fortemente impactados pelas regras sanitárias de contenção à crise viram os seus fluxos de caixa diminuírem com o isolamento. Nessa linha, a melhora na rentabilidade e capacidade de pagamento das empresas vista no segundo semestre de 2020 ocorreu com elevada dispersão e por isso causa incerteza quanto à retomada.

Isto posto, o BCB (2020d) ressalta que o crescimento de dois dígitos do crédito bancário às MPEs no segundo semestre de 2020 não deve se repetir em 2021. Em outras palavras, o mercado de crédito deve normalizar e retornar a seu patamar pré-crise, sem excessos no crescimento das concessões. Apesar disso, a pandemia incorreu em elevadas perdas e a situação das empresas pode permanecer frágil sem o devido suporte do governo federal, que reduziu de forma precoce os principais programas emergenciais.

No entanto, os estímulos monetários e creditícios de 2020 não foram suficientes para impedir a fragilidade financeira de inúmeras empresas. De forma geral, o crédito não contemplou nova gama de empresas tanto quanto era esperado: de acordo com a FGV (2021a), muitas das firmas que adquiriram as linhas já realizavam financiamento antes; isto é, já teriam acesso ao crédito. Outro agravante foi o encerramento ou redução das

medidas ao final do ano, provocando nova onda de inadimplência e endividamento em 2021.

À exemplo disso, temos o caso do Pronampe, cujo objetivo fora acionar linhas de crédito aos microempreendedores a taxas mais baixas e com maior prazo para pagamento. Seus efeitos sobre a economia brasileira foram diversos: foi considerada uma das medidas mais bem sucedidas em termos operacionais, mas não alcançou o número de empresas pretendido. Em 2020, apenas 520 mil empresas aderiram ao programa, enquanto cerca de 4,5 milhões atendiam aos requisitos do benefício (SEBRAE, 2021).

O caso do Pronampe pode ser extrapolado a outros programas federais e fornece análises em relação as concessões de crédito pretendidas *versus* o montante que efetivamente chegou na ponta. Primeiramente, a forma como os programas foram sancionados pode ter prejudicado o socorro pretendido às MPEs, como destacam Nogueira et al. (2020). No caso do Pronampe, instituiu-se que a assunção do risco por parte da União seria de 85%, enquanto os outros 15% seriam de responsabilidade dos bancos comerciais. Essa restrição limitou a ampla adesão ao programa, pois manteve as exigências para aprovação do crédito nas mãos dos bancos comerciais – ainda que só de parte pequena do total – em um cenário de extrema incerteza.

Ainda, Nogueira et al. (2020) chamam atenção para o veto ao parágrafo do texto original que previa o aumento do tempo de carência para o pagamento dos empréstimos. Com isso, muitas MPEs não puderam contar com maior tempo na recuperação dos seus fluxos de caixa, que cobririam as dívidas contratadas, e o acesso ao programa foi menor do que o esperado. Por fim, apesar das baixas taxas de juros estipuladas (taxa Selic acrescida de 1,25%), ainda assim muitas empresas fragilizadas não puderam assumir os riscos do financiamento.

Após o seu encerramento em dezembro de 2020, o programa foi retomado em julho de 2021 e buscou aumentar a gama de empresas contempladas. Entretanto, apesar de elevar o período de carência de oito para onze meses, o novo Pronampe estabeleceu taxas de juros correspondentes à taxa Selic acrescida de até 6%; ou seja, valor ainda maior do que no ano anterior. Embora isso dificulte a adesão de empresas com fluxos de caixa fragilizados, o Sebrae estimou que até 5,3 milhões de firmas estariam aptas a receber as novas linhas de crédito, ao passo que a expectativa do governo era alcançar somente 325 mil empresários.

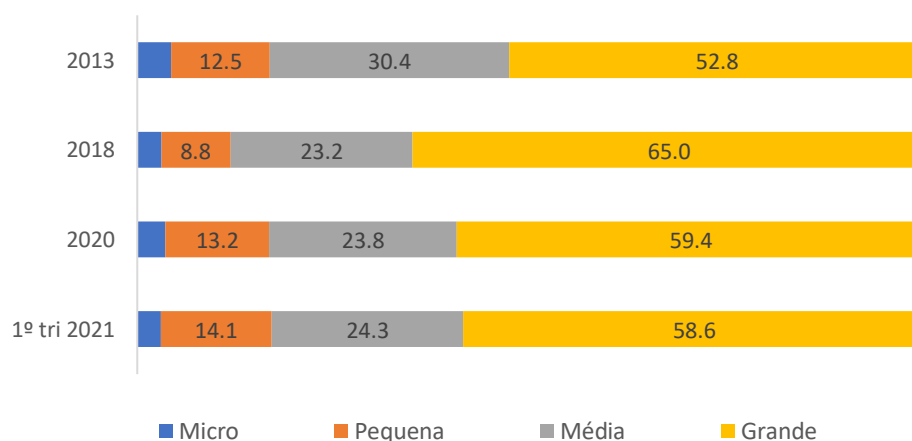
De forma geral, a principal dificuldade para que o crédito chegasse na ponta esteve no acesso de micro e pequenas empresas às linhas oferecidas. Segundo o Sebrae, a

burocracia em relação à análise de documentos que comprovassem o fluxo de caixa das empresas foi intensa. Muitas firmas procuraram as linhas de crédito somente quando as receitas já estavam deterioradas, e, por isso, tiveram seus pedidos de financiamento negados. Além disso, apesar das quedas na taxa de juros referencial, muitos bancos continuaram a praticar juros elevados devido ao risco de inadimplência dos microempresários; logo, muitas firmas sequer tentaram acionar as linhas de crédito.

Assim sendo, o Sebrae destaca que os auxílios do governo atingiram apenas 15% das micro e pequenas empresas que estariam aptas a recebê-los. Mais ainda, as concessões de crédito bancário seguiram concentradas nas empresas de grande porte, pois estas firmas possuem capacidade de se financiar com outros recursos, como o *funding* externo ou via o mercado de capitais. Segundo dados do BCB, entre o início de 2020 e junho de 2021, o saldo de crédito destinado às microempresas recuou mais de R\$ 6 bilhões, enquanto o volume para firmas de grande porte cresceu R\$ 144 bilhões.

Portanto, embora as microempresas representem a larga maioria dos serviços no país, elas abrangem parcela inferior à 3% do crédito produtivo disponível, enquanto as firmas de pequeno porte alcançam somente 14% do crédito. Por outro lado, como mostra o Gráfico 3.9, as grandes empresas compreendem quase 60% do crédito disponível. Nessa linha, os entraves para obtenção de crédito incorreram no aumento ainda maior da fragilidade financeira das micro e pequenas empresas, com risco de inadimplência.

Gráfico 3.9 – Participação no saldo de crédito por porte da empresa (%)

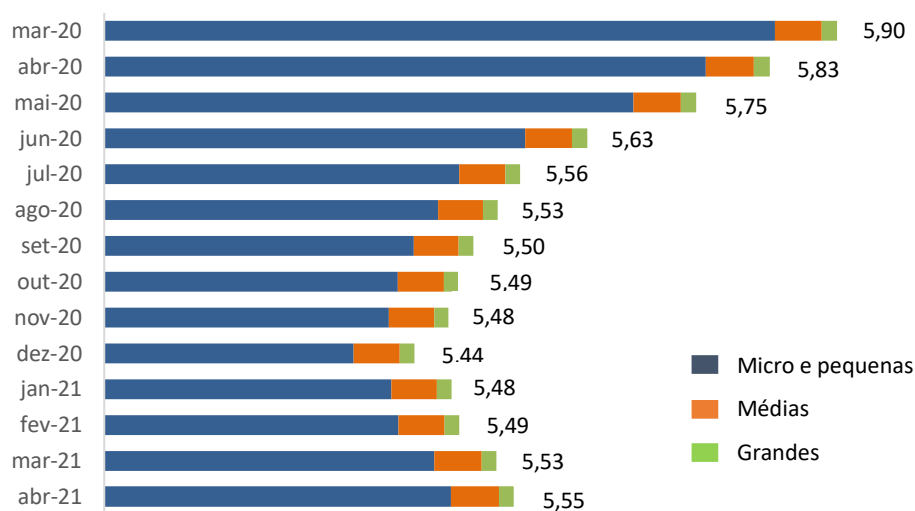


Fonte: DSTAT-BCB. Elaboração própria.

Segundo indicador do Serasa Experian, o inadimplimento manteve-se constante nas empresas de médio e grande porte no ano de 2020, apesar das medidas do BCB –

respectivamente 50 mil e 10 mil empresas inadimplentes. O valor no período de um ano pouco variou, mas pelo Gráfico 3.10 percebe-se que as empresas de micro e pequeno porte apresentaram redução tímida no número de inadimplentes: de 5,84 milhões em março de 2020 para 5,48 milhões em janeiro de 2021.

Gráfico 3.10 – Empresas inadimplentes durante a pandemia da covid-19 por porte (em milhões)



Fonte: Serasa Experian (2021). Elaboração própria.

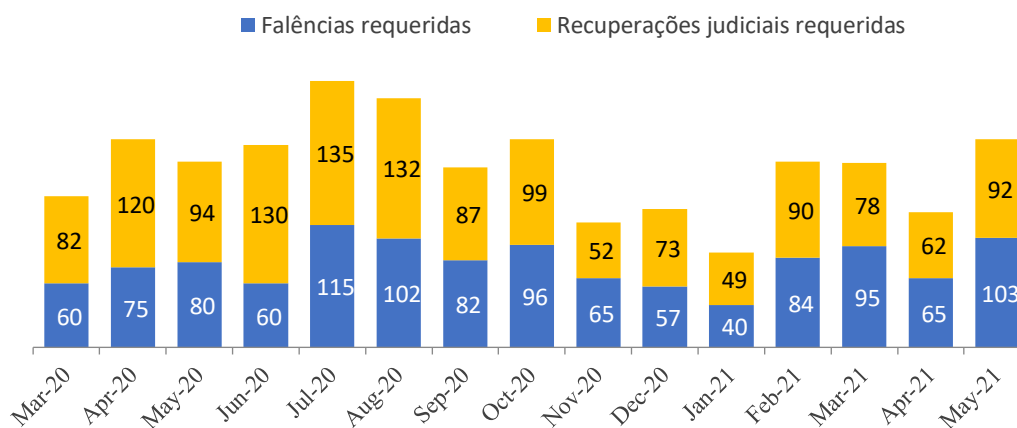
Essa queda tímida refletiu as políticas de injeção de liquidez e criação de linhas de crédito ativadas a taxas menos punitivas. Porém, como mencionado, devido às burocracias para acesso ao crédito e à escolha de política econômica em 2021 – que cessou alguns dos principais programas de crédito e foi responsável pela trajetória de aumento dos juros – evidenciou a fragilidade de recuperação destas firmas. Desde janeiro de 2021, sem o devido suporte econômico apesar dos novos fechamentos e com a situação ainda crítica, o inadimplemento voltou a crescer e atingiu 5,55 milhões.

Devido às interrupções na atividade econômica com a segunda onda da pandemia, muitas firmas retornaram à situação de fragilidade financeira. Como visto, o novo fechamento dos comércios, a redução dos postos de trabalho e a queda na renda dos consumidores incorreu no aumento da inadimplência para as MPEs em 2021. Uma consequência direta dessa tendência foi o escalonamento dos pedidos de recuperação judicial ou falência entre janeiro e maio de 2021, salvo o mês de abril (Gráfico 3.11).

Nessa linha, segundo estudo realizado pela Serasa Experian (2021) com empresas nacionais, 75% dos entrevistados afirmaram sofrer impactos com a crise da covid-19, das

quais 65% foram impactadas negativamente. Destas, o maior aumento ocorreu no setor de serviços, cujos pedidos de falência passaram de 40 em março de 2020 para 60 em março de 2021. O comércio foi o segundo setor mais impactado, ao passo que a indústria foi o único setor que experimentou redução tanto no número de falências quanto nos pedidos de recuperação judicial (SERASA EXPERIAN, 2021).

Gráfico 3.11 – Pedidos de falência e recuperação judicial na crise da covid-19



Fonte: Serasa Experian (2021). Elaboração própria.

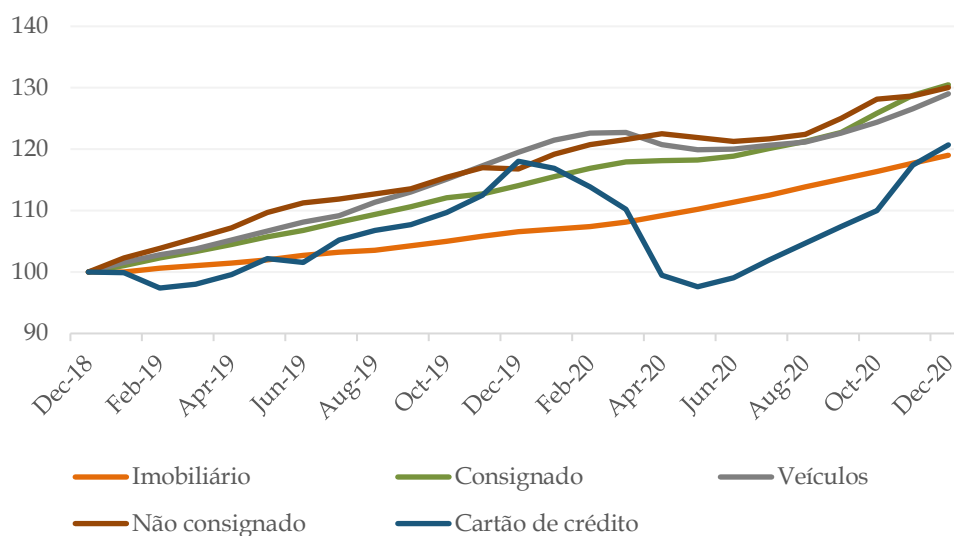
Assim como as PJs, o crédito às pessoas físicas também esteve sujeito aos impactos da pandemia e sofreu arrefecimento com os seus desdobramentos. Os efeitos drásticos sobre a taxa de desocupação, a redução do nível de confiança do consumidor e o endividamento familiar instauraram cenário de incerteza quanto a renda das famílias. Sem conseguir contar com fluxos de caixa certos para o pagamento das dívidas, num primeiro momento, houve diminuição na demanda por crédito familiar.

Esses fatores provocaram queda do saldo das operações com recursos livres em 0,5% no primeiro semestre de 2020. Segundo o BCB (2020d), as concessões de algumas das principais modalidades de crédito às pessoas físicas retraíram a partir de março de 2020, como foi o caso do cartão de crédito e veículos, e apresentaram leve recuperação somente no segundo semestre por conta dos programas do governo federal e da queda na taxa de juros (Gráfico 3.12).

A modalidade que mais se beneficiou com a política de queda das taxas de juros foi o crédito imobiliário: a retração na taxa média de juros das operações contratadas com os novos indexadores estimulou a demanda neste segmento. Por outro lado, os setores mais afetados foram o de cartão de crédito e o financiamento de veículos, que experimentaram quedas expressivas nas concessões de crédito. Com receio de não

obterem renda suficiente para honrar seus compromissos e com a redução nas compras à vista, estas modalidades apresentaram forte recuo (BCB, 2020, p. 26).

Gráfico 3.12 – Crescimento da carteira de crédito às pessoas físicas (2018 = 100)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

No primeiro semestre de 2021, o perfil do crédito às PFs também foi ditado pelas taxas de juros e pelos programas emergenciais. No entanto, a política diferiu do ano anterior, de forma que a política monetária contracionista e a interrupção dos principais programas emergenciais indicaram possível mudança relevante na concessão de crédito. Para a FGV (2021b), a tendência era de queda na renda real disponível, aumento do endividamento, comprometimento da renda e elevação das taxas de juros ao consumidor final.

Desde a eclosão da pandemia até o primeiro semestre de 2021 houve alta persistente do endividamento, fruto da interrupção nos fluxos de caixa das famílias e do arrefecimento no mercado de trabalho pós-crise. Entretanto, a redução no valor dos benefícios assistenciais em 2021, em especial o auxílio emergencial, e a segunda onda da covid-19 provocaram o aumento ainda maior na parcela de endividados ao longo do ano (CNC, 2021).

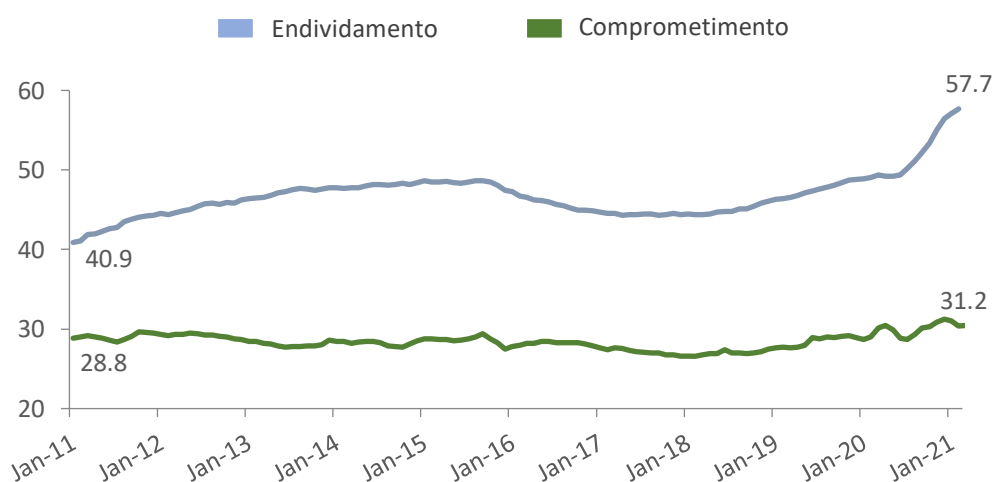
O maior valor do auxílio emergencial de 2020 aliado às linhas de crédito instituídas permitiu que as famílias assumissem dívidas para manter seus níveis de consumo. De certa forma, as medidas de estímulo ao crédito do BCB e a queda das taxas de juros incentivaram o endividamento das famílias na tentativa que mantivessem seu poder de compra. Apesar do aumento das dívidas, os indicadores de inadimplência

permaneceram estáveis, na medida em que as famílias conseguiam quitar seus compromissos financeiros.

Por outro lado, em 2021 o endividamento foi negativamente impactado pelas escolhas de política monetária e fiscal menos agressivas. Sem suporte de linhas de crédito baratas e com a trajetória de aumento dos juros, o orçamento das famílias foi ainda mais prejudicado pelo fechamento de comércios e serviços na segunda onda da pandemia. Com isso, houve agravamento do índice de endividamento ao longo de 2021 e maior preocupação que as contratações de dívida a taxas mais punitivas pudessem incorrer em inadimplência.

O comprometimento da renda familiar – peso dos pagamentos com o serviço da dívida sobre a renda mensal das famílias – atingiram a máxima histórica em 2021 (Gráfico 3.13). Praticamente um terço da renda mensal familiar era utilizada para pagar a dívida ao final de 2020. Em uma análise mais minuciosa da série, nota-se que o comprometimento reduziu um pouco nos meses subsequentes ao pagamento do auxílio emergencial e aumentou quando o benefício foi encerrado entre dezembro e abril de 2021.

Gráfico 3.13 – Endividamento das famílias e comprometimento da renda em relação à dívida entre 2011 e 2021 (%)



Fonte: BCB-DSTAT. Elaboração própria.

Sendo assim, esse movimento explica o aumento da parcela de endividados para 58%, maior valor desde 2010, bem como de indivíduos com o orçamento comprometido para o pagamento de dívidas. Mais ainda, pode-se dizer que esses indicadores possuem correlação direta com as políticas econômicas: a redução da renda disponível, fruto das

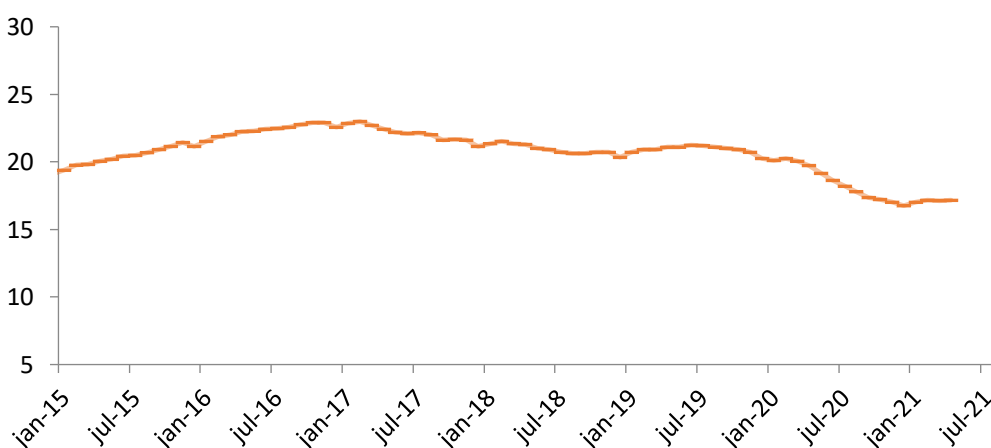
modificações no auxílio emergencial e da dinâmica de política monetária, levaram à deterioração desses índices.

Em outras palavras, a escolha de política fiscal em 2021, pautada na redução do benefício emergencial e agravada pela crise no mercado de trabalho, criou condições críticas para a situação patrimonial das famílias. Esse quadro fora acentuado, ainda, pela política monetária contracionista de aumento da taxa de juros básica, cujas consequências recaem sobre o consumidor final via aumento dos juros de empréstimos ou maior aversão ao risco nas concessões (FGV, 2021b).

Ademais, as empresas e famílias não estão conseguindo acessar ou não estão nem procurando as linhas de crédito disponibilizadas pela autoridade monetária. Isso acontece na medida em que os consumidores estão envolvidos em incerteza e não possuiriam fluxo de caixa certo para quitar as dívidas assumidas apesar das reduções na taxa do *spread* médio bancário, que de certa forma ainda é punitivo e descolado dos juros básicos.

Nessa linha, o Gráfico 3.14 abaixo mostra a evolução do *spread* do Indicador de Custo de Crédito (ICC) entre 2015 e o primeiro semestre de 2021. A taxa, uma espécie de *proxy* dos juros médios gerais, apresentou recuos significativos em um cenário que exige condições facilitadas para o acesso ao crédito e o refinanciamento de dívidas. Apesar do recuo entre abril e setembro de 2020, as taxas voltaram a subir ainda no mesmo ano da deflagração da pandemia, porém permaneceram em patamares inferiores ao pré-crise.

Gráfico 3.14 – Evolução do spread médio total (%), ajuste por média móvel



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De acordo com reportagem do *Valor*⁴⁴, o ICC atingiu a sua mínima em agosto de 2020, sobretudo devido às reduções na Selic, à diminuição na taxa de inadimplência nos últimos anos e à política de liberação de compulsórios do BCB. No entanto, com a paralisação em 2021 das medidas adotadas pela autarquia, cuja consequência no ano anterior fora a rápida liberação de recursos destinados aos empréstimos, vê-se estagnação no crédito bancário. Assim sendo, tanto o *spread* bancário como o ICC apresentam leve tendência de alta a partir de janeiro de 2021 em resposta à menor liquidez e ao aumento dos juros básicos.

Logo, em termos de fragilidade financeira, pode-se dizer que a liquidez dos bancos foi recuperada e estas instituições financeiras se recuperaram da crise. Por outro lado, as empresas apresentaram respostas divergentes às medidas implementadas e a recuperações foram mais lentas a depender do tamanho: as empresas de maior porte mantiveram-se mais estáveis, enquanto as de micro e pequeno porte apresentaram maior dificuldade no acesso ao crédito. Já as famílias encontram-se ainda em elevada situação de endividamento apesar dos estímulos monetários e creditícios, e a fragilidade financeira pode vir a ser um problema futuro caso os níveis de endividamento não aliviem.

Portanto, as medidas do governo e do banco central foram eficazes em garantir liquidez ao sistema, mas aliviaram apenas parcialmente o mercado de crédito. Isso porque diversas empresas não tiveram acesso ao crédito e continuaram inadimplentes, ao passo que o índice de endividamento das famílias permaneceu alto. Com isso, a fragilidade setorial não foi totalmente minada, e inclusive pode vir a ser uma questão nos próximos meses.

3.3 Efeitos sobre a demanda agregada, a renda e o emprego

Como foi mostrado, a maioria dos países globalizados sofreu impactos recessivos com a pandemia da covid-19, seja direta ou indiretamente. Segundo estimativas do World Bank (2021), o PIB mundial contraiu cerca de 3,5% em 2020, e espera-se que o ritmo de crescimento em 2021 fique abaixo das projeções pré-pandemia. No Brasil, o resultado da atividade econômica ficou acima do esperado pelo World Bank, embora ainda assim a queda tenha sido nociva e desigual para as diferentes camadas da população.

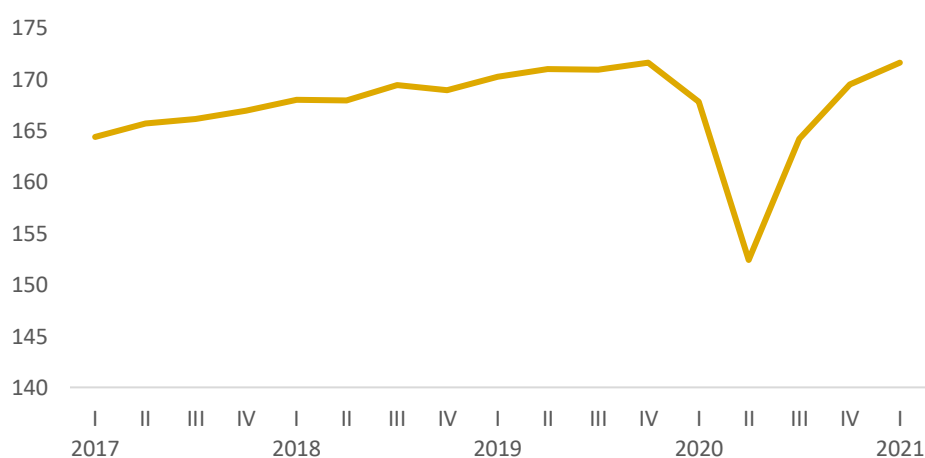
⁴⁴ Reportagem do *Valor Econômico*, de 29/09/2020. Último acesso realizado em julho de 2021. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/09/29/spread-bancario-e-o-menor-em-seis-anos-apesar-da-incerteza.ghtml>

Ao restringir o escopo da análise para os países da América Latina, a comparação do PIB ficou ainda mais discrepante: a região apresentou queda de 7,4% no produto, enquanto o PIB brasileiro sofreu redução de 4%. Essa diferenciação se deve, majoritariamente, ao conjunto de medidas emergenciais de combate aos efeitos da covid-19 adotado pelo governo federal e BCB em 2020, em especial, a injeção de demanda proporcionada pelo Auxílio Emergencial (BCB, 2020e). No entanto, ainda é possível notar os efeitos recessivos da pandemia, como mostra o Gráfico 3.15.

De acordo com o BCB (2021), a economia brasileira apresentou recuperação expressiva no terceiro trimestre de 2020, com aumento de 7,7% no PIB entre junho e outubro daquele ano. Entretanto, a redução das medidas governamentais ao longo do terceiro trimestre culminou na posterior acomodação deste crescimento: como os incentivos fiscais e monetários diminuíram no final do ano, o desempenho da atividade econômica a partir do quarto trimestre de 2020 arrefeceu.

Ao analisar a composição do produto sob a ótica da oferta, o BCB (2021) ressalta que a recuperação dos setores ocorreu de forma desigual: enquanto a indústria foi o segmento de maior retomada em 2020, os serviços continuaram em queda (Tabela 3.2). Ainda assim, todos os setores apresentaram crescimento negativo no final do ano, com exceção da agropecuária, que independe das medidas de isolamento e fora beneficiado pela rápida recuperação chinesa (IEDI, 2021). Posteriormente, os serviços e o comércio iniciaram trajetória de recuperação ao longo do segundo semestre de 2021, enquanto a indústria perdeu forças e estagnou em patamar pré-crise.

Gráfico 3.15 – PIB trimestral com ajuste de sazonalidade (base: 1995 = 100)



Fonte: SCNT (IBGE). Elaboração própria.

Tabela 3.2 - PIB trimestre contra trimestre imediatamente anterior (%)

Discriminação	2020				2021
	I	II	III	IV	I
PIB a preço de mercado	-2,2	-9,2	7,7	3,2	1,2
Agropecuária	1,1	0,1	0,5	-1,5	5,7
Indústria	-1,6	-12,2	15,3	1,6	0,7
Serviços	-1,2	-9,5	6,4	2,7	0,4
Comércio	-1,2	-13,1	16,2	2,4	1,2

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Após recuperação parcial no terceiro trimestre de 2020, a produção industrial voltou a recuar em 2021. No decorrer de 2020, os programas de auxílio a famílias e empresas, assim como os juros baixos, foram responsáveis pelos aumentos sucessivos no setor. Dentre os destaques, houve crescimento na indústria de transformação e na produção de bens de capital e de consumo duráveis, como eletrodomésticos e móveis (IEDI, 2021). Sendo assim, a indústria nacional chegou a alcançar níveis pré-crise em novembro de 2020.

Porém, o setor sofreu estagnação no último trimestre de 2020 e recuos ao longo do primeiro semestre de 2021. O IEDI (2021) atribui a esses resultados às novas ondas da pandemia, responsáveis pelo retorno das medidas de restrição e da incerteza relacionada à compensação das perdas da pandemia na indústria nacional. Além disso, as sucessivas ondas de covid-19 no Brasil e no mundo interrompem as cadeias produtivas e dificultaram a obtenção de insumos para a indústria brasileira. Por fim, a redução do auxílio emergencial e dos principais programas que forneciam linhas de crédito a juros baixos foi crucial para a queda nos setores automobilístico, de máquinas, aparelhos e materiais elétricos.

A partir do terceiro trimestre de 2020, o comércio varejista apresentou leve recuperação, encabeçado, sobretudo, pelo auxílio emergencial às famílias e às vendas *online*. No entanto, com a redução do benefício e a aceleração do desemprego e da inflação em 2021, o varejo voltou a oscilar. Isso porque com a queda na renda dos indivíduos e o aumento dos preços, o poder de compra das famílias contraiu em peso, reduzindo as vendas do comércio. Paralelamente, o varejo funciona como canal de escoamento de vendas para a indústria; logo, quando as empresas reduziram a demanda por bens, o comércio varejista sofre com as perdas.

A aceleração inflacionária também teve um peso considerável na retração do comércio a partir de 2021. Os setores mais afetados foram os de alimentos e combustíveis, que tiveram não apenas as suas vendas afetadas, mas também geraram encadeamentos,

com efeitos sobre os preços de outros produtos. Vale ressaltar que o nível de comércio e de vendas em 2021 permanece aquém do patamar pré-pandemia e, sem novas medidas do governo, o setor pode não apresentar recuperação consistente.

Por fim, os serviços apresentaram queda histórica de -7,8% no ano de 2020. Considerado o setor que mais sofreu diante da pandemia, os segmentos que apresentaram maior contração foram os serviços prestados às famílias e as atividades turísticas. Isso porque a crise provocou retração do consumo e o isolamento dificultou a normalização das atividades deste setor, uma vez que sua natureza exige, muitas vezes, a mobilidade dos indivíduos (IEDI, 2021). A partir de 2021 o setor apresentou leve retomada, estimulado pelo avanço da vacinação e redução das medidas restritivas.

Já pela ótica da demanda agregada, nota-se contração expressiva nos níveis de investimento e, ainda maior, no consumo. Como consequência da incerteza econômica, os empresários reduziram seus investimentos em 2020, ao passo que o consumo apresentou queda severa devido ao endividamento e orçamento restrito das famílias. Nessa linha, políticas como o auxílio emergencial, a redução das taxas de juros e outras medidas de liquidez que estimulem a concessão de crédito foram essenciais para impedir o colapso do consumo. Paralelamente, os programas de emprego e renda, com destaque para aqueles de crédito, beneficiaram a retomada do investimento.

Apesar das quedas abruptas no ano da crise, de acordo com o BCB (2021c), os componentes da demanda agregada mostraram projeções melhores do que o esperado a partir do segundo trimestre de 2021 (Tabela 3.3). De acordo com a autarquia, os resultados repercutiram, principalmente: (i) as medidas de manutenção de renda e emprego; (ii) o avanço da vacinação no país; (iii) a recuperação parcial na confiança do mercado; (iv) aumento nos preços das *commodities*; e (v) respostas defasadas aos incentivos monetários do ano anterior.

Tabela 3.3 – Estimativas dos componentes de demanda agregada do PIB em 2021.

	2020	Var (%)	
		2021 ⁴⁵	
		mar/21	jun/21
PIB a preços de mercado	-4,1	3,6	4,6
Consumo das famílias	-5,5	3,5	4
Consumo do governo	-4,7	1,2	0,4
FBCF	-0,8	5,1	8,1
Exportação	-1,8	5,8	6,8

⁴⁵ Os valores para 2021 são estimativas do BCB.

Importação	-10	5,4	10,7
------------	-----	-----	------

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Em relação ao consumo das famílias, o BCB (2021c) destaca que o componente se manteve estável no primeiro trimestre de 2021, apesar da interrupção no auxílio emergencial e da piora na pandemia. A autoridade monetária ressalta o aumento na resiliência deste segmento, e atribui à tal melhora a normalização na taxa de poupança das famílias. Portanto, os estímulos monetários de 2020, como as baixas taxas de juros e as demais medidas de incentivo a concessão de crédito, permitiram que as famílias voltassem a poupar e retomassem mais a frente parte do seu padrão de consumo.

Ainda, os programas emergenciais de manutenção da renda e emprego impediram queda ainda maior nos níveis de consumo, além de estimular o retorno da estabilidade deste componente em 2021. Por fim, o BCB (2021c) estimou que tanto o retorno do auxílio emergencial como a antecipação do 13º salário de aposentados auxiliariam na preservação do consumo das famílias, sobretudo após a recuperação parcial no nível de poupança.

Já a formação bruta de capital fixo (FBCF) mostrou respostas positivas, embora defasadas, às medidas do BCB e do governo federal. A política monetária de 2020 reestabeleceu parte da confiança dos empresários, conteve as taxas de empréstimos e estimulou o financiamento às empresas, de forma que o investimento privado – altamente impactado pela crise – obteve espaço para recuperação. De acordo com a autarquia, o aumento na produção interna de bens de capital, no desenvolvimento de *softwares* e de insumos típicos da construção civil ajudaram na recuperação do investimento.

Além disso, a autarquia chama atenção para os incentivos externos ao investimento: com a implementação de regime aduaneiro que permitiu o setor de petróleo e gás a adquirirem bens de capital sem o pagamento de tributos, o investimento e a produção neste segmento cresceram ainda mais. Por fim, a elevação nos preços das *commodities* e as safras recordes no início de 2021 incorreram na compra de máquinas e equipamentos para o setor agrícola e indústria extrativa.

Cabe ressaltar a importância do pacote fiscal do governo, que somou em 2020 montantes inimagináveis até então e permitiu o princípio de recuperação descrito acima. Isso porque as medidas, embora de cunho fiscal, auxiliaram na redução da inadimplência das famílias e contiveram inúmeras perdas das empresas. À exemplo disso, o auxílio emergencial serviu como um primeiro passo para a implementação da renda básica

universal e garantiu aos indivíduos mais afetados pela crise a renda mínima para sobreviver nesse período.

O auxílio emergencial de 2020 representou mais de 50% dos gastos públicos daquele ano e teve reflexos importantes no orçamento das famílias. Com efeito, o benefício garantiu renda básica aos mais vulneráveis, impactados pelas interrupções nos fluxos de caixa logo após a crise, e reduziu as disparidades na distribuição de renda. Estudos como os de Gonçalves et al. (2021) mostram que o auxílio emergencial foi responsável pela redução imediata de mais de 8% no índice de Gini e atingiu significativamente a parcela da população cujos ganhos eram inferiores a um salário mínimo.

Para tal, Gonçalves et al. (2021) separaram a população em dez grupos (decis) de acordo com a sua renda média efetiva usando dados da PNAD (IBGE) de novembro de 2020. Em seguida, compararam a diferença percentual da renda entre aqueles que receberam o auxílio e a parcela sem direito ao auxílio e puderam observar mudanças drásticas na distribuição de renda. Na prática, houve aumento expressivo da renda efetiva média para os dois primeiros decis – aqueles onde se concentram os grupos mais vulneráveis –, de cerca de 76% e 32% respectivamente (Tabela 3.4).

Tabela 3.4 – Renda efetiva média familiar per capita, separada por décimos da renda efetiva total (R\$)

	<i>Sem auxílio</i>	<i>Com auxílio</i>	<i>Variação</i>
1	36,47	153,19	76%
2	227,4	332,98	32%
3	369,07	474,48	22%
4	512,06	607,33	16%
5	665,12	755,29	12%
6	853,65	943,82	10%
7	1059,72	1.110,46	5%
8	1360,16	1.420,79	4%
9	1969,81	2.017,75	2%
10	4898,67	4.933,30	1%

Fonte: PNAD (IBGE) In Gonçalves et al. (2021). Elaboração própria.

Logo, a transferência direta de renda foi essencial na redução da pobreza e da extrema pobreza: em meados de 2020, nos meses em que os efeitos do auxílio atingiram seu ápice, a taxa de extrema pobreza alcançou os patamares mais baixos dos últimos 40

anos. Segundo estudo publicado pelo Ibre-FGV (2021a), entre maio e agosto de 2020, a taxa de pessoas em situação de pobreza reduziu de 23,7% para 18,4%, ao passo que a de extrema pobreza caiu de 4,2% para 2,3%.

Contudo, em uma tentativa de retornar à agenda neoliberal e às limitações impostas pelas regras fiscais, o programa foi suspenso em dezembro de 2020. Com isso, muitos indivíduos em situação de pobreza e ainda receosos com a crise ficaram desamparados. Devido à pressão popular, o governo retornou com o pagamento do benefício, que sofreu drásticas reduções: além do menor valor do auxílio, menos indivíduos foram contemplados nessa nova rodada. Esse fator culminou na desaceleração da atividade econômica brasileira, além de interromper a trajetória de queda da taxa de pobreza.

Em relação ao mercado de trabalho, como mencionado anteriormente, este sofreu intensas perdas devido ao choque externo da covid-19 e às medidas de *lockdown* impostas para evitar a propagação ainda maior do vírus. Particularmente na América Latina, 45 milhões de postos de trabalho foram fechados segundo estimativas da OIT (2021), dentre os quais 11 milhões foram no Brasil. O resultado torna-se ainda mais preocupante devido à histórica falta de benefícios assistenciais relacionados ao emprego na região. De acordo com o BID (2021, p. 8), mesmo o Brasil, um dos países com o sistema mais desenvolvido da AL, cobria assistência a apenas 13% dos desempregados.

Por isso, a crise foi especialmente danosa aos trabalhadores informais, que não contavam com assistência social atrelada à carteira de trabalho como FGTS, seguro-desemprego, férias e 13º salário. De acordo com Costa (2020) usando dados do IBGE, a informalidade atinge cerca de 40,8% dos brasileiros, que apresentam maior dificuldade em acessar linhas de crédito ou financiamento e, por isso, ficaram à margem no período de pandemia.

O cenário ficou ainda mais dramático pois uma consequência direta da crise foi o aumento da mão de obra informal, precária e terceirizada. Com efeito, a pandemia foi responsável por inúmeras demissões e redução nas jornadas de trabalho ou salários; ao passo que o setor de maior perda foi o informal: segundo dados do IBGE, quase 70% dos trabalhadores que perderam seus postos de trabalho no segundo trimestre de 2020 eram informais.

Isto posto, além de apresentar a maior taxa histórica de desemprego desde a criação da Pnad Contínua (IBGE) – 14,4% em junho de 2021 –, o Brasil também experimentou o aumento no número de desalentados; isto é, aqueles que desistiram de

procurar trabalho após não encontrarem. Segundo dados do IBGE, foram mais de 6 milhões de indivíduos que desistiram de ingressar no mercado de trabalho, além de 32 milhões subutilizados – indivíduos que gostariam de trabalhar mais horas do que efetivamente trabalham (Tabela 3.5).

Para conter os efeitos da crise no mercado de trabalho, o governo federal e a autoridade monetária lançaram programas voltados à manutenção da renda e do emprego. Como visto anteriormente, o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda foi a principal medida anti-crise, pois instituiu o pagamento do já citado benefício emergencial aos indivíduos em situação de vulnerabilidade. Ademais, permitiu a redução na jornada de trabalho enquanto a União complementava o salário dos trabalhadores.

No tocante ao escopo do programa, Costa (2020) e Souza (2021) apontam gargalos evidentes na sua implementação. Em primeiro lugar, o programa fora destinado apenas aos trabalhadores com contratos formais; logo, não contemplou a parcela da população mais vulnerável aos efeitos da pandemia, os informais. Ademais, obteve pouca adesão: 11 milhões ou cerca de 50% do público que poderia ser contemplado foi, de fato, coberto pelo programa. Ou seja, dentre os R\$ 52 bilhões previstos pelo governo federal, apenas R\$ 15,6 bilhões foram gastos (SOUZA, 2021).

Tabela 3.5 – População ocupada por categoria no trimestre (em milhões)

	Iº/20	Iº/21	Var. %
Empregado	61,7	56,0	-9,3
Setor privado	44,1	39,3	-11,0
Com carteira	33,1	29,6	-10,7
Sem carteira	11,0	9,7	-12,1
Trabalhador doméstico	6,0	4,9	-17,3
Com carteira	1,6	1,3	-18,0
Sem carteira	4,3	3,6	-17,1
Setor público	11,7	11,8	1,4
Com carteira	1,2	1,2	-2,7
Militar e funcionário público estatutário	8,1	8,7	7,6
Sem carteira	2,3	1,9	-18,3
Empregador	4,4	3,8	-14,0
Conta própria	24,2	23,8	-1,3

Fonte: Pnad (IBGE). Elaboração própria.

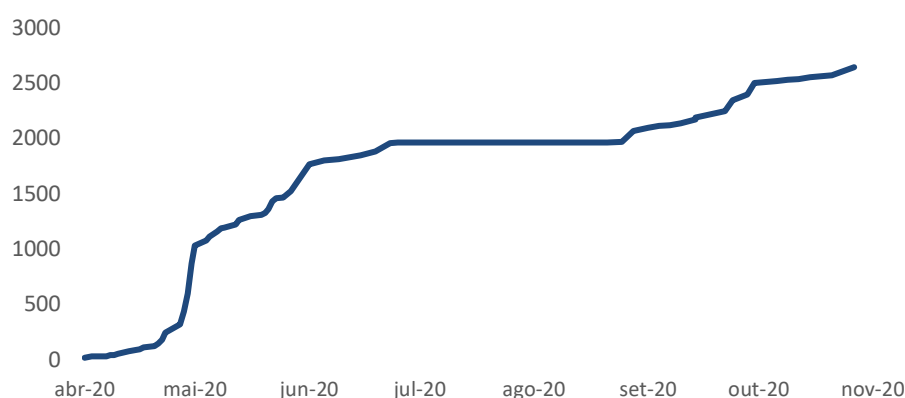
Devido à baixa adesão, a medida não obteve os efeitos esperados para impedir o desemprego. Com efeito, foi responsável pelo estímulo ainda maior à precarização do

trabalho por meio de estratégias como o *home office*, a antecipação das férias ou pela adoção do sistema de compensação de horas trabalhadas e paralisação das medidas de saúde e segurança (SOUZA, 2021). Ao mesmo tempo, pode ter incentivado à busca por empregos de meio-período ou de caráter informal, reduzindo ainda mais a formalidade do mercado de trabalho.

Outra medida que surtiu pouco efeito no número de ingressantes ao mercado de trabalho foi o Programa Emergencial de Suporte ao Emprego (Pese), criado em abril de 2020. Como consta no capítulo anterior, o Pese mirou a manutenção do emprego em pequenas e médias empresas ao oferecer linhas de crédito e assistência de salário aos empregados que aderissem ao programa. Em contrapartida, exigia-se que a empresa contratante não demitisse os seus funcionários pelos sessenta dias seguintes à adesão do programa.

Contudo, a medida ficou longe de alcançar a adesão total estimada: apenas 2,6 milhões de empregados foram contemplados, enquanto o governo esperava beneficiar até 12,5 milhões de pessoas (Gráfico 3.16). Em relação às empresas, o BCB estimou participação de 1,5 milhões, porém apenas 130 mil firmas utilizaram as linhas de crédito do programa. Já em termos monetários, quase R\$ 8 bilhões foram gastos com o programa, conquanto a previsão de despesa fora de R\$ 40 bilhões (BCB, 2021).

Gráfico 3.16 – Evolução de empregados com o Pese (dados acumulados, em milhares)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De forma geral, a baixa adesão ao Pese refletiu o cenário de incerteza dos empresários para cumprir as exigências e condicionalidades do programa logo no início da crise. Apesar das baixas taxas de juros oferecidas, o programa pecou ao condicionar que as linhas de crédito contratadas fossem utilizadas apenas para a folha de pagamento

e que os contratantes não pudessem suspender os contratos de trabalho (FGV, 2021a). Logo, receosas de não cumprirem as exigências, as empresas não quiseram se comprometer devido à incerteza no cenário econômico e não acessaram as linhas oferecidas.

Em suma, os efeitos das políticas em relação à manutenção da renda e do emprego variaram: houve leve melhora das condições das empresas de menor porte e dos indivíduos em situação de vulnerabilidade em meados de 2020, sobretudo por conta das políticas anticíclicas; no entanto, tão logo as medidas cessaram em 2021 e as políticas de cunho neoliberal retornaram, tais agentes ficaram, novamente, ameaçados pela fragilidade financeira e pela pobreza.

3.4 Síntese

Como descrito, as medidas de liquidez e capital do banco central garantiram liquidez ao sistema e impediram a desvalorização abrupta nos preços dos ativos, ao passo que a riqueza financeira voltou aos patamares pré-crise. Além disso, os instrumentos utilizados evitaram possível colapso no mercado de crédito e a disseminação da fragilidade financeira. Os programas de crédito criados e a política de redução das taxas de juros também evitaram a quebra de inúmeras empresas e impediram alta ainda maior do endividamento das famílias. Logo, a hipótese inicial do trabalho de que as políticas econômicas asseguraram o bom funcionamento do mercado e impediram colapso ainda maior no sistema e na vida dos agentes é aceita, porém com ressalvas.

Ainda assim, nota-se que a adoção de medidas de cunho pós-keynesiano foi importante para criar o efeito anticíclico e sustentar a renda. Em 2020, a utilização de novos instrumentos monetários para além das taxas de juros aliada à política fiscal expansionista foram eficazes em impedir queda ainda maior do produto e criou condições para uma recuperação mais ágil e sustentável. Mais ainda, essa atuação do governo e do banco central aproximou-se dos conceitos de *Big Government* e *Big Bank*, onde ambas entidades agiram de forma incisiva – por meio de política fiscal e monetária expansionistas – para garantir suporte às instituições financeiras e aos agentes mais vulneráveis.

Entretanto, o retorno às políticas ortodoxas em 2021 reaproximou a macroeconomia àquela defendida pelo NCM e prejudicou o reaquecimento da economia. O aumento das taxas de juros e o corte de inúmeros programas de renda seguiram os

preceitos iniciais do NCM, onde a política fiscal deve ficar em segundo plano, enquanto a política monetária deve ser utilizada para estabilizar a taxa de inflação via o manejo nas taxas de juros – o que ocorreu a partir do primeiro trimestre de 2021 com o aumento das pressões inflacionárias. Essa escolha de política impediu maior recuperação e prejudicou os agentes econômicos já fragilizados.

Mais especificamente, pode-se dizer que com as medidas implementadas, a recuperação das empresas de menor porte, assim como a das famílias mais vulneráveis, foi apenas parcial. Isso porque alguns termos operacionais dos programas destinados às empresas dificultaram o acesso ao crédito, sobretudo àquelas de menor porte. Paralelamente, as famílias enfrentaram restrições orçamentárias maiores a partir de 2021 e foram prejudicadas pela interrupção precoce das medidas de transferência de renda. Sendo assim, o inadimplemento das firmas e o endividamento e comprometimento da renda das famílias mantiveram-se elevados durante o período.

Conclusão

Por se tratar de uma crise sanitária e econômica de rápida propagação, a pandemia da covid-19 gerou desdobramentos sem precedentes no cenário mundial recente. Como visto anteriormente, tratou-se de uma crise sistêmica com impactos tanto para o lado da oferta como para a demanda agregada. O fechamento dos comércios, serviços e postos de trabalho, aliado a queda nos níveis de consumo e investimento, foram responsáveis pela contração de mais de 4% do PIB brasileiro em 2020.

A pandemia mobilizou a rápida ação do Congresso Nacional, do Banco Central do Brasil e acabou por pressionar o governo federal para conter os impactos negativos na vida das pessoas e na economia. Houve intervenção ágil da autoridade monetária para reestabelecer o mercado financeiro, manter os níveis de liquidez das instituições financeiras, normalizar o mercado de crédito e a precificação dos ativos. Para tal, foram criados inúmeros programas no âmbito monetário e creditício voltados, por exemplo, às micro e pequenas empresas, assim como linhas de crédito a taxas de juros baixas.

O BCB ainda realizou outras medidas de liquidez, que contaram com a liberação do compulsório, garantia de liquidez de curto prazo, operações compromissadas e empréstimos garantidos. Com essas medidas, a autoridade monetária objetivou fornecer ao SFN mais de R\$ 1,2 trilhões em liquidez. Ainda, a autarquia promoveu a liberação de capital por meio de reduções no requerimento de capital e do ACCP, esperando movimentar até R\$ 1,3 trilhões em possíveis novos gastos. Por fim, reduziu a taxa de juros básica da economia, referência a outras taxas de empréstimos e financiamentos, a sua mínima histórica de 2% em 2020.

No que tange ao governo federal, o aporte aos indivíduos mais vulneráveis foi intenso: em 2020, destinou-se um pacote com mais de R\$ 500 bilhões em possíveis novos gastos. O destaque foi o Auxílio Emergencial, criado em boa medida por iniciativa do Congresso, que garantiu renda básica e contemplou quase 70 milhões de indivíduos em situação de pobreza. Porém, o auxílio teve fim em dezembro de 2020 e retornou em abril do ano seguinte com reduções drásticas no seu valor e nas pessoas elegíveis a recebê-lo, o que gerou novas contrações na demanda, aumento da incerteza e reversão na tendência de queda da pobreza.

Além do auxílio emergencial, o governo também criou outros programas de aporte aos indivíduos e às micro e pequenas empresas. Os programas de acesso ao crédito para as empresas, como o Pronampe e o Peac, foram os grandes propulsores do crescimento

do crédito bancário em 2020. Mesmo com alguns gargalos, através desses programas inúmeras empresas foram beneficiadas com recursos a taxas de juros mais baixas, de forma a evitar inclusive situação de inadimplência e possíveis falências ou recuperações judiciais.

As medidas do Banco Central do Brasil e do governo federal atingiram os resultados esperados em relação ao mercado financeiro: apesar de não ser uma crise tipicamente minskyana cuja origem se dá no lado financeiro, impediu-se o colapso do mercado de crédito e a disseminação de um processo de instabilidade financeira. Assim sendo, a atuação de ambos se assemelhou aos conceitos de *Big Government* e *Big Bank* defendidos por Minsky, onde o governo federal e o banco central devem intervir para auxiliar, respectivamente, os níveis de demanda agregada e as instituições financeiras.

Nessa linha, o conjunto de medidas do BCB foi eficaz em impedir o colapso do mercado de crédito e garantir os níveis de liquidez das instituições financeiras. Durante todo o período de crise, a liquidez se manteve em patamar confortável e não houve risco de que os fluxos de caixa dos bancos fossem insuficientes para cobrir as saídas de crédito. Portanto, a autoridade monetária atuou como *Big Bank* e apresentou decisões acertadas ao reduzir a taxa de juros básica e a exigibilidade de compulsório, criar inúmeras linhas de crédito com empréstimos garantidos e realizar operações compromissadas; medidas que introduziram liquidez de curto prazo e sustentaram os níveis de longo prazo.

Uma política particularmente importante foi a redução das taxas de juros básicas da economia, que balizou as principais taxas de financiamento e empréstimos. Com a trajetória de queda da taxa Selic, as empresas e famílias puderam adquirir linhas de créditos mais baratas, sobretudo devido à redução nas demais taxas de juros médias. Nesse contexto, o *spread* bancário alcançou a sua mínima histórica em 2020, com destaque para o crédito às pessoas físicas e com recursos livres.

A medida, além de auxiliar o mercado de crédito ao impedir o aumento nas taxas de juros de empréstimos, exibiu resultados favoráveis para a normalização dos preços dos ativos. Após quedas sucessivas no primeiro trimestre de 2020, a desvalorização nos preços dos ativos financeiros foi interrompida já no segundo trimestre e até o final do ano os agentes já haviam recuperado a sua riqueza financeira. Logo, em conjunto aos instrumentos de liberação de capital e liquidez, pode-se dizer que a autoridade monetária cumpriu o objetivo de normalizar o mercado e recuperar a riqueza financeira.

Por outro lado, o governo federal atuou como *Big Government* e buscou impedir queda ainda maior nos níveis de demanda agregada ao transferir renda às famílias com

maior necessidade e instituir crédito às micro e pequenas empresas. Como visto, no auge das políticas de transferência de renda em 2020 houve redução da extrema pobreza e do índice de Gini. Paralelamente, os programas de manutenção de emprego e renda auxiliaram o fluxo de caixa de inúmeras empresas de menor porte aptas a receber o benefício. Com isso, a interrupção da renda privada foi menos drástica do que seria sem os auxílios do governo.

No entanto, as medidas apresentaram diversos obstáculos, tanto no âmbito político como econômico. Em primeiro lugar, a falta de coordenação do governo federal para lidar com as regras sanitárias prejudicou o reaquecimento da economia visto em meados de 2020. Nessa linha, o desalinhamento entre as falas do governo federal durante os primeiros meses da pandemia e as ações tempestivas do Banco Central do Brasil incorreram em maior incerteza aos agentes e prejudicaram o ritmo de recuperação econômica e sanitária.

Ademais, a interrupção das medidas anticíclicas de cunho keynesiano e minskyano promoveu arrefecimento no consumo das famílias e nos níveis de investimento, que até junho de 2021 não haviam retornado ao patamar pré-crise. Ao mesmo tempo, a pobreza extrema e o índice de Gini voltaram a subir, enquanto as famílias mais vulneráveis permaneceram com restrições orçamentárias, elevados índices de endividamento e comprometimento da renda. Logo, o retorno da agenda neoliberal de contenção dos gastos prejudicou em peso o crescimento e o desenvolvimento econômico em 2021, processo captado pelo arrefecimento nos principais componentes de demanda agregada, na ampliação do endividamento e da fragilidade financeira – especialmente das famílias – e nos índices de pobreza.

Outra mudança de rumo relevante ocorreu na política monetária, com o retorno de ações contracionistas como o aumento da taxa de juros básica. Diferentemente da política anticíclica de 2020, o BCB optou pelo aumento dos juros em 2021 para conter pressões inflacionárias. Entretanto, essa opção apresenta diversos efeitos recessivos: em primeiro lugar, instigou o aumento de outras taxas de juros de empréstimos, dificultando o acesso ao crédito às empresas mais fragilizadas. Também pode ter prejudicado a realização de investimentos produtivos e a aquisição de bens em prol da busca por aplicações financeiras que remunerem próximo à taxa Selic.

Além da descontinuidade nas políticas keynesianas, problemas operacionais atingiram os programas de manutenção do emprego: alguns não contemplaram a totalidade de indivíduos esperados, parte por conta das contrapartidas exigidas e parte por

não ter mirado a parcela mais vulnerável. Como exemplo, o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda contemplou apenas os indivíduos com carteira assinada e deixou de fora os trabalhadores informais, pouco assistidos em termos de garantias trabalhistas. Já o Pronampe, embora um sucesso em termos operacionais, não atraiu inúmeras das empresas de menor porte elegíveis a receber os benefícios; enquanto o Pese fracassou, com taxa de adesão ainda mais baixa.

Nessa linha, muitas empresas não quiseram se comprometer com o receio de não conseguirem cumprir as exigências impostas pelos programas, de forma que grande fatia dos empréstimos ocorreu às firmas que já recorriam às linhas de crédito de determinadas instituições financeiras. Ao mesmo tempo, outras empresas de menor porte não conseguiram acessar os empréstimos ou financiamentos devido ao comportamento conservador de bancos que, na prática, instituíram taxas mais punitivas para agentes sem histórico de pagamento. Por fim, houve pequena parcela de empresas que, devido ao desconhecimento das linhas oferecidas, não tentaram obter crédito.

Além desses limites citados, algumas medidas pertencentes ao leque da autoridade monetária e que poderiam ter sido utilizadas para auxiliar o dinamismo do mercado não foram acionadas. À exemplo disso, o BCB poderia ter atuado no mercado secundário de títulos por meio da compra ou venda de ativos, de forma a injetar liquidez sem intermediários financeiros e melhorar a fluidez e estabilidade das transações. No entanto, a autarquia não realizou tal estímulo, sobretudo devido à demora na aprovação da medida pelo Congresso. Quando o BCB teve autorização para atuar no mercado secundário, as taxas de juros já estavam reduzindo e a liquidez, retomada.

De qualquer maneira, a medida seria apenas um estímulo extra ao enfrentamento à crise, principalmente porque a autoridade monetária iria privilegiar as operações com ativos emitidos por micro e pequenas empresas. Ademais, como a reconstrução da economia em 2021 ocorre de forma lenta e instável, o governo deverá utilizar quaisquer instrumentos que facilitem a fluidez do crédito; logo, o debate acerca da compra de títulos no mercado secundário deveria voltar ao radar nos próximos anos.

Por fim, a opção do retorno às políticas mais conservadoras, tanto no âmbito fiscal como monetário, aparenta dificultar a reestruturação da economia. Os setores como a indústria, os serviços e o comércio ainda se encontram arrefecidos e, com a perspectiva de maior incerteza no cenário atual, dificilmente se recuperarão este ano. O mercado de trabalho se encontra em situação devastadora, com o aumento desenfreado do desemprego e dos trabalhadores informais, parcela pouco assistida já antes da pandemia.

Para agravar a situação, a inflação ameaça os níveis de consumo das famílias, cujo endividamento e comprometimento da renda restringem cada vez mais seus orçamentos. As empresas não aparentam ter a confiança para investir, ao passo que a renda é utilizada por muitas para reduzir as dívidas assumidas.

Sendo assim, aceita-se a hipótese inicial de que as medidas do governo e do banco central foram eficazes em garantir o bom funcionamento do sistema financeiro, injetar liquidez para as instituições e impedir a disseminação ainda maior da fragilidade financeira. Ademais, medidas como a redução do compulsório e outros instrumentos de liquidez impediram o colapso do mercado de crédito. A criação de inúmeras linhas de crédito a taxas menos punitivas e os programas emergenciais auxiliaram o acesso ao crédito às empresas e famílias em situação de vulnerabilidade.

Entretanto, a recuperação em alguns segmentos foi prejudicada por alguns fatores políticos ou operacionais. À exemplo disso, alguns programas emergenciais não contemplaram o público-chave: empresas de micro porte e indivíduos em situação de informalidade. Por isso, o banco central e o governo não conseguiram reduzir os índices de endividamento e inadimplência. Por fim, a escolha de política ortodoxa a partir de 2021 impediu maior recuperação da economia: a fragilidade financeira ainda persiste e pode se tornar um problema futuro caso o governo não reveja as suas prioridades.

Referências Bibliográficas

- ALVES, T.; VERÍSSIMO, M. *Crise Financeira, Estado e Política Monetária: Uma Abordagem Principalmente Keynesiana*. Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia, Anpec, 2011.
- ANBIMA. *IMA Geral e IDA Geral exibem o melhor resultado mensal*. Relatório de Renda Fixa, abril, 2021. Disponível em:
<https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/renda-fixa-tesouraria/boletim-renda-fixa/ima-geral-e-ida-geral-exibem-o-melhor-resultado-mensal-do-ano.htm>
- ARESTIS, P. *The new consensus in macroeconomics: a critical appraisal*". In: "Macroeconomic theory and macroeconomic pedagogy. Macmillan Publishers Limited, 2009.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. 'New consensus', new Keynesianism, and the economics of the 'third way'. Levy Economics Institute. Economics working paper 364, 2002.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. *A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework*. Cambridge Journal of Economics, 32, pp. 761-779, fevereiro, 2008a.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. *New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, número especial, pp. 629-653, dezembro, 2008b.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Publicação completa, abril, 2021a.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*, março, 2021b.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*, junho, 2021c.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Combate aos efeitos da COVID-19: novos instrumentos para o BC*. Conferência Telefônica com Senadores, abr, 2020a. Acesso em junho de 2020. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Ap_RCN_Senadores_9.4.2020.pdf>
- BCB. Banco Central do Brasil. *Medidas de combate aos efeitos da COVID-19*, 2020b. Acesso em 23 de maio de 2020. Disponível no site: < https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/medidasdecombate_covid19>

- BCB. Banco Central do Brasil. *Medidas de combate aos efeitos da COVID-19*. Fórum de negociação da ANBIMA, maio, 2020c.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Publicação completa, outubro, 2020d.
- BCB. Banco Central do Brasil. *Relatório de inflação*. Dezembro, 2020e.
- BNDES. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social *Programa Emergencial de Acesso ao Crédito – PEAC*. Site do BNDES. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento /garantias/peac](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/garantias/peac). 2020.
- BASTOS, C; DWECK, E; MARTINS, N. *Taxa de Juros Zero: Impactos e Limites*. Nota de Política Econômica, GESP-IE, julho, 2020.
- BCE. Banco Central Europeu. *Our response to the coronavirus pandemic*. Website do BCE. Acesso em junho de 2020. Disponível em: < <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>>. 2020.
- BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento. *Latin American and Caribbean Macroeconomic Report*, março, 2021.
- BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento. *Policies to fight the pandemic*. 2020 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report, abr, 2020.
- BIS. Bank of International Settlements. *Macroeconomic effects of Covid-19: an early review*. BIS Bulletin, mar, 2020a.
- BIS. Bank of International Settlements. *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*. BIS Bulletin, nº 21, junho, 2020b.
- BORIO, C.; DISYATAT, P. *Unconventional Monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, 2010.
- BURLAMAQUI, E.; TORRES FILHO, E. A Minskyan Approach to Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil. Levy Economics Institute of Bard College. Working paper nº 968, setembro, 2020.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *O retorno de Keynes*. Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (CEBRAP). Novos estudos – CEBRAP, nº 83, São Paulo, março, 2009.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *Entendendo a recente crise financeira global*. Dossiê da Crise, Associação Keynesiana Brasileira, novembro, 2008.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana*. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro, 2008.

- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil*. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *Mr Keynes e os pós-keynesianos: Princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção*. Cheltenham: Edward Elgar Press, 1992.
- CARDIM DE CARVALHO, F. ET AL. *Economia monetária e financeira: Teoria e Política*. Elsevier, 2000.
- CNC. Confederação Nacional de Comércio. *Pesquisa de Endividamento (PEIC)*. Disponível em: <http://stage.cnc.org.br/editorias/economia/pesquisas/pesquisa-de-endividamento-e-inadimplencia-do-consumidor-peic-marco-1>. Maio, 2021.
- CONTI, Thomas. *Crise Tripla do Covid-19: um olhar econômico sobre políticas públicas de combate à pandemia*. Working paper, abr. 2020.
- COSTA, S. *Pandemia e desemprego no Brasil*. Revista de Administração Pública, nº 54, agosto, 2020.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. 2011.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. 2nd ed. London, MacMillan. 1984.
- DE PAULA, L. F. *The coronavirus crisis and countercyclical policies in Brazil*. IE-UFRJ Discussion Paper nº 016, maio, 2021.
- DE PAULA, L. F. *Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*. Estudos Econômicos (USP), São Paulo, vol. 43, nº 2, 2013.
- DE PAULA, L. F. *Política Econômica para o Crescimento e Estabilidade Macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil*. In Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 217-239, 2008.
- DE PAULA, L. F. *Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não convencional*. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, 1999.
- DE PAULA, L. F. *Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky*. Análise Econômica, nº 29, Faculdade de Ciências Econômicas (UFRGS), março, 1998.
- DE PAULA, L. F.; ALVES JR, A. *Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano*. Análise Econômica UFRGS. 2003.

- DE PAULA, L. F.; JÚNIOR, A. *Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano*. Análise Econômica UFRGS. 2003.
- DE PAULA, L. F.; FERREIRA, M.C. *A Crise do Coronavírus e a atuação do Banco Central*. Boletim Finde, maio, 2020.
- DE PAULA, L.F; SARAIVA, P. *Pandemia do coronavírus e a retomada das políticas monetárias não convencionais nos EUA: algumas considerações à luz da crise financeira de 2007/08*. Texto para Discussão IE-UFRJ, nº 15, agosto, 2020.
- DUARTE, C. *Unconventional Monetary Policies: past, present and future*, Tese de Doutorado defendida pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e Université Paris 13, 2019.
- FEBRABAN. *Dados sobre operações de crédito, entre março e novembro, mostram concessões de R\$ 2,9 trilhões*. Febraban Notícias, dezembro, 2020.
- FED. Federal Reserve. *Monetary Policy Report submitted to the Congress on June 12, 2020, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act*. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-06-mpr-summary.htm>>. Acesso em junho de 2020.
- FEIJÓ, C. *A crise da pandemia e a economia brasileira: uma depressão encomendada*. Boletim Finde, maio, 2020.
- FGV. Fundação Getúlio Vargas. *Fintechs e cooperativas devem ampliar seu papel no crédito aos pequenos negócios*. Blog da Conjuntura Econômica, janeiro, 2021a.
- FGV. Fundação Getúlio Vargas. *Precisamos falar sobre os mutuários*. Blog do IBRE, janeiro, 2021b.
- GEORGIEVA, K. *A Global Crisis Like No Other Needs a Global Response Like No Other*. IMF Blog, abril, 2020.
- HERMANN, J. *Da Liberalização à Crise Financeira Norte-Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso*. Dossiê da Crise, Associação Keynesiana Brasileira, novembro, 2008.
- IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *Desemprego atinge 12,6% no trimestre até abril com queda recorde na ocupação*. Agência IBGE de Notícias, maio, 2020.
- IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *Mais um ano de crise aguda*. Análise IEDI. Disponível em: https://iedi.org.br/artigos/top/analise/analise_iedi_20210303_pib.html. 2021.

- IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *O efeito devastador da pandemia*. Destaque IEDI, junho, 2020a.
- IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *A economia sob efeito da Covid-19*. Carta IEDI, edição 1009, junho, 2020b.
- IEDI. *Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial*. Carta IEDI, n. 300, fevereiro, 2008.
- IMF. International Monetary Fund. *World Economic Outlook: the Great Lockdown*, Chapter 1, abril, 2020a.
- IMF. International Monetary Fund. *Economic policy in Latin America and the Caribbean in the time of COVID-19*. Blog do IMF, abril, 2020b. Disponível em: <<https://blogs.imf.org/2020/04/16/economic-policy-in-latin-america-and-the-caribbean-in-the-time-of-covid-19/>>. Acesso em junho de 2020.
- IMF. International Monetary Fund. *Policy Responses to Covid-19: Policy Tracker*. 2020c. Disponível em: <<https://bit.ly/35XMTTh>>. Acesso em maio de 2020.
- IMF. International Monetary Fund. *Unconventional monetary policies: recent experiences and prospects*. Global Financial Stability Report, capítulo 1, abril, 2013a.
- IMF. International Monetary Fund. *Global impact and challenges of unconventional monetary policies*. IMF Policy Paper, outubro, 2013b.
- IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Visão geral da conjuntura*. Carta de Conjuntura, nº 46, seção IX, 1º trimestre, 2020a.
- ITAÚ. *A Basileia III e os seus impactos no crédito privado*. White paper, Itaú Asset Management, julho, 2018.
- KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas, São Paulo, [1996(1936)].
- KREGEL, J. *Economic Methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the Post-Keynesians*. *Economic Journal*, v. 86, p. 209-225, 1976.
- LAVOIE, M. *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing Limited, 2014.
- LEVRERO, E. *On the Criticisms of and Obstacles to the Employer of Last Resort Policy Proposal*. *International Journal of Policy Economy*, pp. 41-59, abril, 2019.
- MATTOS, O.; ROZ, F.; ULTREMARE, F.; MELLO, G. *Unconventional monetary policy and negative interest rates: a Post-Keynesian perspective on the liquidity*

- trap and euthanasia of the rentier*. Review of Keynesian Economics, vol. 7, pp. 185-200, verão, 2019.
- MCKIBBIN, W.; FERNANDO, R. *The global macroeconomic impacts of COVID-19: Seven Scenarios*. CAMA Working papers, fevereiro, 2020.
- MEHRLING, P. *The vision of Hyman P. Minsky*. Journal of Economic Behavior & Organization, vol. 39, pp. 129-158, 1999.
- MINSKY, H. P. *The Financial Instability Hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper nº 74, maio, 1992.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill, 1986.
- MINSKY, H. P. *Can "it" happen again?: essays on instability and finance*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- MISHKIN, F. *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis*. National Bureau of Economic Research, Working paper 16755, fevereiro, 2011.
- MOORE, B. J. *The Endogenous Money Supply*. Journal of Post-Keynesian Economics, vol 10, pp. 372-385, primavera, 1988.
- NOGUEIRA, M. ET AL. *Da virose biológica à virose econômica: uma vacina para microempresas no Brasil*. Revista de Administração Pública, agosto, 2020.
- OIT. Organização Internacional do Trabalho. *Em busca dos empregos perdidos na América Latina e Caribe*. Artigo de opinião, abril, 2021.
- OIT. Organização Internacional do Trabalho. *COVID-19 and the world of work: Impact and policy responses*. Nota da OIT, março, 2020.
- PALÁCIO DO PLANALTO. *Medida Provisória nº 944 de 2020*. 2020a. Acesso em junho de 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Mpv/mpv944.htm>
- PALÁCIO DO PLANALTO. *Emenda Constitucional nº 106 de 7 de maio de 2020*. 2020b. Último acesso em julho de 2020. Disponível no site: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc106.htm>
- PALLEY, T. *Post Keynesian Economics: debt, distribution and the macroeconomy*. 1996.
- PRESSMAN, S. *How long can we go? The limits of monetary policy*. Review of Keynesian Economics, vol. 7, nº 2, --. 137-150, summer, 2019.
- SARAIVA, P. *Três debates sobre os rumos da Política Monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as*

- políticas não convencionais e a crítica Keynesiana*, Tese de Doutorado defendida pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2014.
- SEBRAE. *Saiba tudo sobre o Pronampe*. Maio, 2021. Artigo no site da SEBRAE. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/saiba-tudo-sobre-o-pronampe,90300604aa332710VgnVCM1000004c00210aRCRD>.
- SENADO FEDERAL. *Proposta de Emenda à Constituição 10/200*. 2020. Acesso em junho de 2020. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/141443>>.
- SERASA EXPERIAN. *Retomada pós-Covid-19: como as PMEs estão projetando 2021?* Pesquisa Serasa Experian, março, 2021.
- SETTERFIELD, M. *Is There a Stabilizing Role for Fiscal Policy in the New Consensus?* Review of Political Economy, 19(3), pp. 405–418, julho, 2007.
- SOUZA, D. *As dimensões da precarização do trabalho em face da pandemia de Covid-19*. Trabalho, Educação, Saúde, nº 19, 2021.
- TAYLOR, J. *Teaching modern macroeconomics at the principles level*. American Economic Review, 2000.
- TESOURO NACIONAL TRANSPARENTE. *Monitoramento dos Gastos da União com Combate à COVID-19*. 2020. Acesso em junho de 2020. Disponível no site: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19>>
- UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. *Global trade impact of the coronavirus (COVID-19) epidemic*. Trade and Development Report Update, março, 2020a.
- UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. *The COVID-19 shock to developing countries: towards a 'whatever it takes' programme for the two-thirds of the world's population being left behind*. Trade and Development Report Update, março, 2020b.
- VERNENGO, M.; CALDENTEY, E. *Is inflation targeting operative in an open economy setting?* Review of Keynesian Economics, vol. 1, nº 3, pp. 347-369, 2013.
- VIEIRA ET AL. *Análise Prospectiva do mercado de capitais brasileiro pós covid-19: uma visão macroeconômica*. Revista Simep, vol 1, nº 1, 2021.
- WORLD BANK. 2019. Acesso em maio de 2020. Disponível no site: <https://www.worldbank.org/pt/publication/global-economic-prospects>

- WORLD BANK. *A economia nos tempos de COVID-19*. Relatório semestral sobre a região da América Latina e Caribe, abr, 2020.
- WRAY, L. R. *Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist*. Princeton University Press, janeiro, 2016.
- WRAY, L. R. *Minsky crisis*. Levy Economics Institute of Bard College, Working paper, nº 659, março, 2011.
- WRAY, L. R. *Commercial Banks, the Central Bank and Endogenous Money*. Journal of Post Keynesian Economy, volume 14, issue 3, 1992.