

ISSN 1519-4612

Universidade Federal Fluminense

**TEXTOS PARA DISCUSSÃO**

**UFF/ECONOMIA**

Universidade Federal Fluminense

Faculdade de Economia

Campus do Gragoatá, São Domingos, Bloco F, Niterói/RJ

CEP: 24210-201 Tel.: (0xx21) 2629-9692

<http://www.proac.uff.br/econ/>

Editor: Luiz Fernando Cerqueira; lcer@uol.com.br; lfcerqueira@economia.uff.br.

**Reativação emergencial da economia  
brasileira: Uma “trégua financeira ao setor  
produtivo” fundada no empréstimo de  
reservas internacionais**

**Carlos Augusto Vidotto**

TD 328  
Julho/2017

**RESUMO**

Este artigo examina a conjuntura econômica brasileira à luz da hipótese da instabilidade financeira, de Hyman Minsky, para sugerir um conjunto coordenado de medidas visando a reativação a curto prazo da atividade econômica no Brasil. A reativação a curto prazo refere-se à ocupação de capacidade produtiva ociosa. Esse movimento se diferencia, analítica e concretamente – e é compatível com – a retomada sustentada da economia, a partir da taxa de investimento, tema não desenvolvido no artigo. O desenho das medidas envolve, numa ponta, um ano de moratória dos juros bancários domésticos do setor produtivo e, na outra, o empréstimo de uma parte das reservas internacionais do país ao sistema bancário, permitindo que este possa compensar o impacto da moratória. O diferencial de rendimentos entre as reservas internacionais, aplicadas em títulos soberanos, e as operações de crédito no mercado doméstico permite fechar a conta do pacote em dado horizonte temporal. A concepção de mobilização financeira das reservas, com estimativas de valores, e não seu uso para ampliar o espaço fiscal, como tem sido aventado de forma genérica, responde satisfatoriamente às objeções de cunho macroeconômico e ortodoxo já levantadas.

**PALAVRAS CHAVE:** recessão, recuperação econômica, sistema bancário, Brasil.

**ABSTRACT**

The article presents a set of proposals aiming at a quick recovery of the Brazilian economy, in the light of Minsky's financial instability hypothesis. The recovery proposals considered focuses on an increase in the capital utilization level, which differs, analytically and practically, from a recovery led by an increase in the rate of investment resulting from an improvement of long-term expectations. The proposed set of measures encompasses a one-year moratorium of the interest on corporate debt owed to the domestic banking sector, having as a counterpart the lending of a fraction of the country's international reserves to the domestic banks, in order to make room for creditors to assimilate the moratorium. The yield on a US bond, earned by means of the reserves, will be offset by the prevailing interest rate in the domestic credit market. The measures are conceived as a financial facility to quick start the economic recovery, and not as an enlargement of fiscal space, answering to all the macroeconomic restraints imposed on the utilization of the reserves by the orthodox critics.

**KEY WORDS:** recession, economic recovery, banking system, Brazil

**JEL:** E32, E44, E58.

## I – Introdução

Há algo que possa ser feito para abreviar a recessão no Brasil? A profundidade da crise recessiva, resultado, inclusive, da política escolhida para enfrentá-la, confere à retomada do crescimento um sentido de urgência. Grosso modo, o debate sobre o enfrentamento da crise polariza-se entre as propostas de inspiração keynesiana e as de corte ortodoxo, hoje sendo implementadas. Boa parte de seus interlocutores compartilham fortes reservas quanto à possibilidade de uma rápida retomada do nível de atividade, o que se traduz na construção de soluções ancoradas na reversão das expectativas de longo prazo. Este artigo sustenta, de forma propositiva, que é possível e necessária uma intervenção focada no curto prazo, não excludente, mas complementar, e mesmo preliminar à discussão em curso.

Alguns sinais inquietantes da conjuntura econômica têm sido subestimados. A queda expressiva do crédito contratado, as condições de contratação, que não apresentam melhora sensível, e a intensificação de renegociações entre credores e devedores – no quadro de estagnação, onde as receitas das empresas não se recuperam e o espaço fiscal se estreita cada vez mais – não lograram que o desafio do curto prazo se tornasse uma prioridade. Em parte, isso se deve à premissa de que nenhum movimento de retomada econômica é concebível sem a elevação da taxa de investimentos. Tem-se, então, um *puzzle*: só a reversão das expectativas de longo prazo pode reverter o quadro de recessão, mas a resiliência da conjuntura recessiva contamina a formação das expectativas de longo prazo, mantendo-as deprimidas.

No caso brasileiro, a longa persistência do tripé macroeconômico, em particular do regime de metas de inflação, sugere que se atente a certas premissas de ordem sócio-política para a definição de um programa econômico. A primeira, a maximização do impacto inicial do programa junto aos beneficiários diretos (os devedores, neste caso), evitando, ao mesmo tempo, coesionar o leque de interesses em torno do *status quo*. Segunda premissa, que essa eleição aponte para uma acumulação de forças, sem o que um programa de reativação sustentada da economia, baseada na retomada dos investimentos, não se torna possíveis. A linha de ação concebida neste artigo parte de tais preocupações.

A moratória do serviço das dívidas bancárias domésticas do setor produtivo representa uma linha de menor resistência, na medida em que divide os interesses consorciados na persistência do regime de metas. Em termos aproximados, 2,7% do PIB deixariam de ser transferidos das empresas não-financeiras aos bancos, no ano de vigência da moratória. Fundá-la via o empréstimo de uma parte das reservas internacionais ao setor bancário visa contornar as sérias objeções já levantadas à possibilidade (não contemplada aqui) de usá-las para ampliar o espaço fiscal. A moratória sugerida constitui uma possibilidade de acumulação de forças ao apontar para a quebra da inércia recessiva, favorecendo a melhoria das expectativas de longo prazo.

O círculo vicioso da recessão requer uma aproximação específica. Sua análise supõe que se desmembre analiticamente conceito de retomada econômica em duas componentes, a emergencial e a sustentada. Isso permite ao enfrentamento propositivo da questão concentrar-se na componente de curto prazo – a ocupação da capacidade produtiva a partir da melhoria financeira deste setor – de forma consequente com os objetivos delimitados por tal horizonte. Com esse procedimento, a aproximação proposta reúne elementos lógico-teóricos básicos para fundamentar uma nova resposta àquele *puzzle*.

O artigo estrutura-se da seguinte forma, além desta introdução. A próxima seção aborda aspectos conjunturais, apoiada em um diagnóstico da crise inspirado em contribuição seminal de Hyman Minsky. A terceira explicita aspectos conceituais para delimitar a proposta do artigo. A quarta é a seção central, que delineia a proposta de moratória para o setor produtivo fundada na mobilização das reservas internacionais. Aspectos monetários relacionados à moratória são exploradas com brevidade na quinta seção. A última traz as considerações finais.

## **II – Um diagnóstico da crise recessiva**

Um diagnóstico da crise recessiva brasileira requer que se alinhavem elementos tanto da política econômica como da trajetória das variáveis macro, contemplando ainda como o desafio da retomada se coloca ao nível empresarial. Nesta seção, a tarefa é inspirada pela hipótese da instabilidade financeira, de Hyman Minsky, com certas adaptações. Primeiro, não se trata de uma “aplicação” da teoria, pois a problemática

desse autor envolve as decisões de longo prazo, o que não é o caso aqui.<sup>1</sup> Segundo, é preciso ter em conta que o quadro recessivo brasileiro se combinou, ainda, com uma crise política potencializada por um surto de ativismo jurídico, desafiando qualquer narrativa monocausal. Com esses cuidados, salientam-se a seguir aspectos econômicos mais importantes desses desdobramentos.

O desempenho macroeconômico em 2015 exacerbou as dificuldades para a implementação da política econômica. O repique inflacionário, devido a custos (preços administrados, desvalorização cambial e impactos climáticos), foi tratado com o receituário convencional, de contenção da demanda. Nesse ano, a economia fechou com uma queda recorde do produto e com a maior taxa de inflação desde 2002 (-3,8% e 9,7%, respectivamente). Num contexto já muito adverso, o governo ainda não conseguiu demonstrar grande capacidade de reação, culminando na reformulação parcial da equipe econômica. A nova equipe atuou apenas nos meses iniciais de 2016 e, sem chegar a afastar-se da política de austeridade, acabou contemporizou com seus efeitos. A meta de superávit primário foi reduzida para evitar o contingenciamento de despesas e não reforçar a ação contracionista do setor público,<sup>2</sup> mas o regime de metas de inflação permaneceu intocado.

A retração econômica foi reforçada pelo recuo global do crédito. O discurso oficial ancorou-se, inicialmente, na promessa de R\$ 83 bilhões de crédito adicional pelos bancos federais. De fontes diversas, em parte pendentes de autorização legislativa, os recursos eram incertos e, ainda que fossem disponibilizados, a escala era modesta.<sup>3</sup> O adicional representava 2,3% do que viria a ser o total fluxo de novas concessões daquele ano (R\$ 3,6 trilhões), que já registrava uma queda de 3% em relação ao volume de 2015. Assim, a ação estatal, que vinha sustentando o crescimento global do crédito, passou ela também a experimentar um esvaziamento (Gráfico 1).

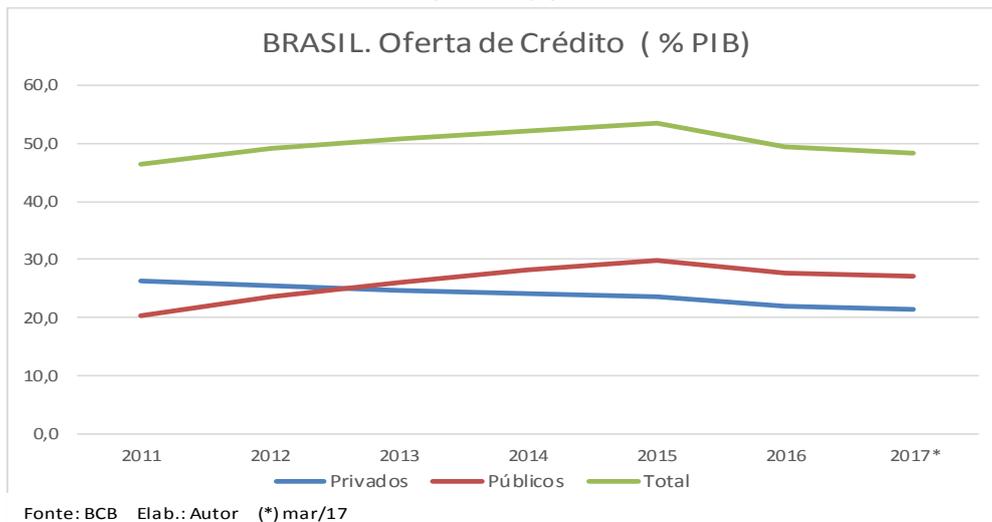
---

<sup>1</sup> O leitor que desejar um diagnóstico Keynes-Minsky-Godley detalhado da crise brasileira pode recorrer a REZENDE (2016).

<sup>2</sup> Na 198ª Reunião (abril de 2016) o COPOM avaliou de que a política fiscal era expansionista; além disso, manteve a taxa Selic em 14,5% e esvaziou a perspectiva de uma queda mais rápida associada à mudança da equipe (BACEN, 2016b).

<sup>3</sup> Em relação ao estoque global de crédito bancário ao final de 2015 (R\$ 3,2 trilhões), a promessa representaria meros 2,6%. Salvo menção em contrário, as referências baseiam-se nos Anexos Estatísticos de “Nota Para a Imprensa. Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro” do Bacen, diversas datas.

GRÁFICO 1



Logo em seguida, a área econômica deu sinais de que não era receptiva ou não priorizava a expansão do crédito. Segundo um membro da equipe “O que o governo faz é um pente fino nas regras prudenciais de concessão de crédito e dos compulsórios para que sejam identificados gargalos que possam ser alterados” (PERES, 2016).<sup>4</sup> Essa posição foi vocalizada pelo ministro da Fazenda em termos que permitem identificar sua prioridade e a pouca relevância que atribuía ao aperto financeiro das empresas:

“Hoje a questão é muito mais de regulação do que de liquidez. Talvez seja possível melhorar a regulação de como são registrados e administrados esses créditos, essas rolagens de dívida e isso pode dar um auxílio temporário enquanto as empresas estão reestruturando seus negócios”, indicou Barbosa /.../” (*idem*, grifo do autor, CAV).

Esse pronunciamento expressa com clareza a postura gradualista frente à evolução da crise e a temporalidade de seus cálculos: o governo Dilma alcançaria 2018 e a recessão seria superada antes disso por medidas convencionais. Um mês depois, entretanto, a realidade se impôs pelo agravamento de alguns episódios corporativos, quando a área econômica teria então cogitado a possibilidade de um programa de resgate de devedores em dificuldade.<sup>5</sup> Mas era tarde; em seguida, o comando econômico passava às mãos do governo Temer.

<sup>4</sup> Conforme divulgado pelo Valor Econômico de 23/03/2016.

<sup>5</sup> Segundo o Valor Econômico de 28/04/16, “É grande a preocupação da área econômica com o endividamento dos grandes grupos empresariais e o impacto de um surto de inadimplência no sistema financeiro” (SAFATLE, 2016).

O governo Temer, por sua vez, deu continuidade à aposta de solução dos apuros financeiros empresariais via mercado. Após seu primeiro ano (com os dados disponíveis até abril de 2017), ainda não é possível discernir uma reversão do recuo creditício no conjunto do sistema, a despeito das expectativas empresariais em relação à transição política (Tab. 1).

TABELA 1

BRASIL. Empréstimos do sistema financeiro (abr/2017)							R\$ bilhões <sup>1</sup>	
Modalidade	Saldos <sup>2</sup>			Concessões <sup>3</sup>			Variação (%)	
	Direcion.	Livres	Total	Direcion.	Livres	Total	Saldo	Concessões
P.Jurídica	775,3	719,2	1.494,5	163,4	1.241,1	1.404,7	-7,8	-14,4
P.Física	770,8	806,4	1.577,3	180,0	1.584,8	1.756,8	3,8	1,4
<b>Total</b>	<b>1.546,1</b>	<b>1.525,6</b>	<b>3.071,8</b>	<b>335,4</b>	<b>2.825,9</b>	<b>3.161,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,3</b>
<b>Var(%) Saldos</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,2</b>	-	-	-	-	-
<b>Var (%) Conces.</b>	-	-	-	<b>-16,4</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,3</b>	-	-

Fonte: BCB. Anexo Estatístico das Notas à Imprensa- Jun/2017. Elab.: Autor (CAV)

1 - Valores históricos. As variações não consideram a inflação do período.

2 - Variação dos Saldos: estoques em final de período. (abr/2016-abr/2017).

3 - Variação do volume de concessões: acumulados em final de período (12 meses): mai/16-abr/2017 em relação a 2016.

O dado ressaltado em verde indica o agregado-alvo do programa.

Visto pelos fluxos, o declínio concentrou-se nas operações com recursos livres, mas não ficaram incólumes aquelas amparadas em direcionados, onde se destacam os bancos federais, nos segmentos de atividade rural, industrial e imobiliário. O Banco do Brasil enveredou por ampla uma reestruturação de caráter mercantil, enxugando planta e pessoal para “gerar valor aos acionistas”. No BNDES, além de devolver antecipadamente um empréstimo de R\$ 100 bilhões ao Tesouro Nacional, a própria direção caiu junto com a oferta de crédito, deixando insolúvel o enigma da missão institucional, que a assombrava. Na CEF, problemas com os programas parafiscais que gerencia e as dificuldades das construtoras também levaram a instituição a um recuo. No todo, os dados mostram a aceleração da queda do crédito contratado em 2016 e sugerem uma quase estabilização (nominal) no primeiro quadrimestre de 2017, onde se destaca uma ligeira melhora no segmento de pessoa física com recursos livres (Tabela 2). <sup>6</sup>

<sup>6</sup> - Em volume, a série voltou ao valor acumulado de jan-abril de 2015. Na recessão, a série não exibe um padrão sazonal bem definido.

**TABELA 2**
**BRASIL. Empréstimos do Sistema Financeiro. Concessões (2014-17)<sup>1</sup> Var. %**

	Recursos Livres			Recursos Direcionados		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
2015/14	-2,1	-1,0	-1,5	-0,2	-0,2	-0,2
2016/15	-13,1	-1,1	-6,9	-0,3	-0,1	-0,2
2017/16	-9,8	5,4	-1,5	-0,2	0,0	-0,1

Fonte: Bacen. Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Elab.: Autor (CAV)

1 - Concessões: soma anual do fluxo de novas concessões a cada mês. 2017/16: jan-abr.

O caráter pró-cíclico da política creditícia depois de 2015 não se desvincula do diagnóstico oficial predominante – de que a solução financeira do setor produtivo reside na sustentação da oferta de crédito mesmo que mantidas as condições anteriores de contratação. Na prática, essa ótica convalida a recessão não só pelos montantes insuficientes, mas também por não afastar a possibilidade de uma crise financeira à frente, devido a condições de prazos e custos discrepantes da capacidade de pagamento empresarial, que se estreita sob a recessão.

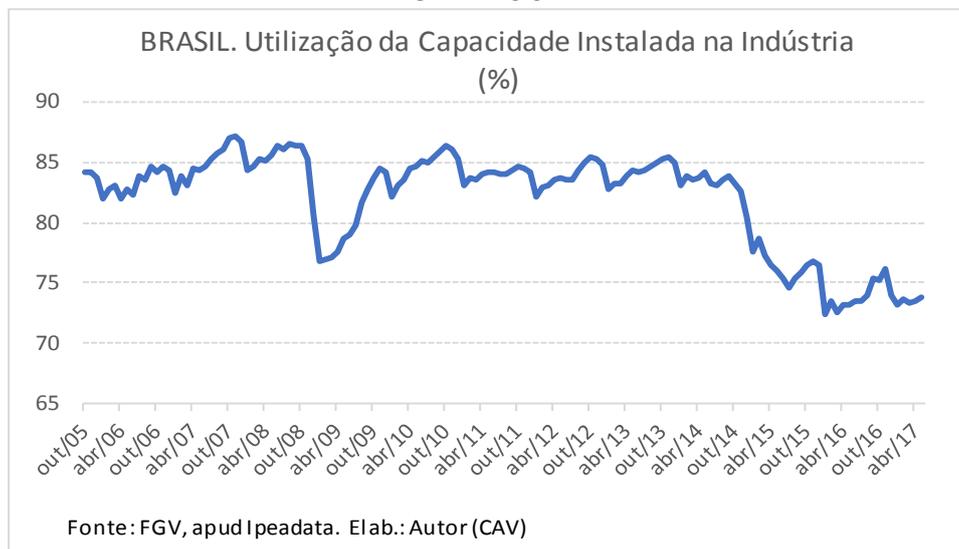
A política de esperar que a normalização resulte de renegociações *ad hoc*, como em parte vem de fato ocorrendo, chama a atenção de agentes que acompanham o mercado. Relatório recente da Standard and Poor’s sustenta que “essa estratégia [dos bancos] é muito arriscada, pois seu êxito depende exclusivamente da retomada do crescimento do PIB brasileiro de 2017 em diante” (S&P Global Ratings, 2017:1). A hipótese por trás dessa preocupação é a de que as rolagens apenas adiam o enfrentamento do problema do endividamento, servindo na verdade para atingir as metas de lucros (e bonificações de executivos) dos bancos. Além disso, “Cada rodada de renegociação de empréstimos faz com que a qualidade de crédito dos bancos se torne mais dependente de uma recuperação econômica” (idem, p.2).

Ao reconhecer que as informações sobre a atual qualidade dos ativos não são transparentes – o que põe em questão o trabalho das auditorias envolvidas – o analista adiciona que está desconfortável com o nível de provisões dos grandes bancos contra eventuais anormalidades. Em circunstâncias normais, um relatório desse teor, de uma grande agência de *rating*, seria suficiente para disparar um discreto alerta geral. Na tumultuada conjuntura de 2017, não se vê nenhum movimento defensivo nesse sentido. Uma análise mais detalhada da situação das empresas

Os governos Dilma e Temer confiaram a “travessia” do quadro recessivo à sustentação do grau de endividamento das empresas, enquanto se aguarda a lenta reversão das expectativas de longo prazo em função das reformas. As evidências a seguir sugerem um diagnóstico alternativo ao dos governos recentes: a de que a ociosidade elevada e crescente das unidades empresariais, afetando as já incertas receitas, confrontada com compromissos financeiros elevados, certos e também crescentes, encontra-se no cerne da espiral recessiva no Brasil. Dessa perspectiva, sem reverter a fragilização financeira que afeta parcelas crescentes dos agentes produtivos, a crise tende a se prolongar, implicando uma taxa de sacrifício de produto e emprego maior do que a necessária.

O Gráfico 2 mostra o crescente grau de ociosidade da indústria. A partir de 2009 o nível de ocupação manteve-se por mais de cinco anos acima de 80%. Entre agosto daquele ano e dezembro de 2014 a média de ocupação da capacidade industrial foi de 84,0%. A partir de 2015, entretanto, houve um mergulho e a taxa sempre esteve bem abaixo de 80%. Atingido seu mínimo em janeiro de 2016 (72,4%), a taxa tem oscilado desde então em um patamar ligeiramente acima desse ponto.

GRÁFICO 2



O declínio de receitas das empresas vai de par com a queda da taxa de ocupação da capacidade produtiva, especialmente em um contexto recessivo e sem ganhos de produtividade. Por sua vez, a *carga* de juros encontra-se em patamares historicamente elevados, como mostra o custo do crédito bancário às pessoas jurídicas (PJs). A taxa

média de juros (em % aa) partiu de 16,5 em dezembro de 2014, foi a 22,8 um ano depois e em abril de 2017 ainda se mantinha em 19,2. Considerando apenas o crédito com recursos livres (ou 48,1% do total das PJs – o alvo da proposta apresentada aqui), as taxas partiram de 24,2, atingiram 31,7 e, daí, voltaram a 26,3, respectivamente (Bacen).

Como a seletividade do crédito tende a aumentar com o agravamento recessivo, a carga de juros está se redistribuindo entre um contingente cada vez menor de tomadores. Como, ainda, as taxas descritas são médias, pode-se afirmar que para uma parcela substancial de tomadores (logicamente os de maior risco e/ou menor colateral), o quadro é mais difícil do que esse que foi descrito – tão mais grave quanto mais se eleve a dispersão, em termos de capacidade financeira das empresas. Diante disso, restaria construir pela via da política econômica um bloqueio a esse movimento, que, ao derrubar “de chofre” a carga financeira sobre o setor produtivo, atenuasse o grau de ociosidade corrente e desativasse a espiral recessiva. A propósito da tendência à deterioração, a capacidade explicativa da hipótese da instabilidade financeira, de Hyman Minsky, face às circunstâncias atuais da economia brasileira, reapresenta-se com grande força persuasiva:

“In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge-finance units to one dominated by units engaged in speculative and Ponzi finance. Furthermore, *if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of what were previously Ponzi units will quickly evaporate. When this happens, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values*” (*ênfase adicionada, CAV*).<sup>7</sup>

Essa hipótese focaliza os passivos associados ao investimento; sua análise privilegia consequências de variações nas expectativas de longo prazo e opera pelo mecanismo de deflação de ativos, entre outros. Aqui se abstrai a influência desses elementos e é dada atenção ao financiamento da produção corrente, em um aproveitamento *ad hoc* daquela contribuição que, se válido, exemplifica sua vitalidade teórica. A seção seguinte agrega outros aspectos a essa construção.

---

<sup>7</sup> MINSKY, Hyman P., *Financial Instability Hypothesis*, p.157, in: ARESTIS & SAWYER (1994, pp. 153-158).

### III – Duas acepções de retomada

Conexa à hipótese geral de Minsky, e feitas as simplificações necessárias, a hipótese de trabalho deste exercício é a de que, tudo o mais constante, a carga de juros constitui uma restrição ao nível de produto em que opera a economia. Para avançar em sua exposição é conveniente estabelecer uma distinção entre crescimento simples e crescimento sustentado, concentrando-se no primeiro caso. Como corolário dessa hipótese de trabalho, se a “carga” de juros das empresas for derrubada – de conjunto e por certo tempo – surge uma tendência à reocupação da capacidade ociosa, sem pressão sobre os preços, capaz de gerar um movimento ascendente do nível de atividade.

A crítica à política monetária no Brasil acompanha a proposição que a queda das “taxas” de juros conduziria a um nível de demanda mais elevado, aumentando a taxa de crescimento do produto. A lógica subjacente a essa crítica é a de que menores taxas de juros viabilizariam novos projetos de investimento, amplificando o volume corrente de demanda via multiplicador de gastos autônomos. Em qualquer de suas versões, a ênfase assenta nas expectativas de longo prazo que informam as decisões de investimento, e na retomada sustentada do crescimento.<sup>8</sup>

Nas condições atuais da economia brasileira, essa crítica, para traduzir-se em medidas concretas de política econômica, teria de aceitar que ou se muda o principal instrumento de política monetária (o regime de metas) ou se aceita que a queda das taxas deverá ser lenta, com seu ritmo subordinado aos efeitos das reformas estruturais sobre a formação de expectativas.<sup>9</sup> O convívio com o atual regime, por sua vez, define um leque de estratégias de política econômica que conformam um gradualismo “triplamente contingenciado”: pelas condições da gestão monetária, da fiscal e (acrescentando agora, para efeito do que vem mais adiante) pela intocabilidade dos contratos. Enquanto simultaneamente válidos, os vértices desse gradualismo definem um “triângulo da retomada impossível” da atividade econômica no curto prazo.

---

<sup>8</sup> A exposição mais que sumária desse ponto teórico passa ao largo de toda sua complexidade, cuja principal referência continua sendo KEYNES (2013), especialmente o cap. 11, sobre a eficiência marginal do capital e o 17, sobre a taxa de juros.

<sup>9</sup> O ceticismo crítico em relação à capacidade do tripé macroeconômico “entregar” crescimento econômico está suficientemente desenvolvido em Bresser-Pereira, L.C., “The Macroeconomic Tripod and the Worker’s Party Administration”, in: PEREIRA & MATTEI (2015), cap. 6.

Retomando a hipótese de trabalho, a afirmação de que uma queda na “carga” de juros das empresas tende a aumentar a demanda agregada corrente (e o produto) sem passar pela variação da taxa de investimento, limita-se às expectativas de curto prazo associadas às decisões de produção. A capacidade produtiva está dada, com ociosidade não planejada, sem qualquer ponto de estrangulamento da produção. Acrescente-se que, nas condições da economia brasileira, não se supõe uma piora adicional das expectativas de longo prazo associada a essa medida. Com essas condições, e supondo por fim que a propensão marginal a gastar das empresas não financeiras é maior do que a das instituições financeiras (o que é razoável), segue-se de imediato que o produto aumenta, em função do aumento dos gastos. Isso já é suficiente para o que se discute aqui. A seguir, exploram-se outras linhas teóricas paralelas a esse resultado.

Em um exercício de estática comparada, uma queda de custos deslocaria a curva de oferta agregada, levando o ponto de equilíbrio da economia, ao longo da curva de demanda, a um nível mais elevado de produto. Da ótica ortodoxa, um dos alvos prediletos nessa linha de raciocínio são os custos do trabalho. A crítica de Keynes foi a de que, se as expectativas de longo prazo (sobre resultados futuros de investimentos feitos hoje) forem negativamente afetadas pelos cortes correntes de salário, a esperada elevação do produto será frustrada. Como o exercício apenas compara equilíbrios sob a cláusula *ceteris paribus*, permanecendo válido em seus próprios termos, um procedimento de estática comparada limita-se a uma função heurística.

Na linha do raciocínio anterior, qualquer rebaixamento dos custos empresariais – falando agora das políticas pelo lado da oferta– também tenderia a mover a economia para um nível mais alto de produto. Os incentivos podem dirigir-se ao investimento, diretamente, ou a gastos correntes, esperando-se, nesse caso, algum efeito indireto sobre a taxa de investimento. O resultado das desonerações da folha de pagamento no Brasil, na década atual, porém, serve de alerta para os limites dessa política.<sup>10</sup> Outra questão que se impõe às políticas pelo lado da oferta, ainda à luz da experiência brasileira, diz respeito à sustentabilidade dos pré-requisitos para que seja exitosa. Caso as expectativas

---

<sup>10</sup> A avaliação oficial indica que “/.../ o custo fiscal de cada emprego criado ou preservado com base na medida de desoneração /.../ [representou] /.../ 300% a mais do que o salário relativo a esses empregos” (Ministério da Fazenda, 2015, p.10). Logo, se tivesse gasto diretamente com a contratação (temporária ou não) desses trabalhadores (política pelo lado da demanda) o impacto final no emprego teria sido várias vezes maior (desde que os empresários não tivessem iniciado o corte de emprego no setor privado ao início da década).

de longo prazo se deprimam por cima das condições correntes (como ocorreu, pela combinação de fatores exógenos externos e domésticos) a deterioração fiscal irá solapar a manutenção dos mecanismos de renúncia. Nesse momento, a retirada dos incentivos, usados inadequadamente como política compensatória na fase de descenso cíclico, pode agravar a recessão.

Diante disso, cabe evitar o conteúdo da solução do governo Temer, que passa pelo rebaixamento dos direitos trabalhistas, e do primeiro governo Dilma, apoiado fortemente nas desonerações. Importa aqui salientar as diferenças que colocam a proposta de redução da carga de juros, por meio da moratória, a salvo das críticas dirigidas aos exemplos escolhidos. Se o impacto da redução i) recair sobre o sistema bancário sem comprometer sua funcionalidade e ii) não envolver custos fiscais, o aspecto positivo dos resultados seria o mesmo do exercício de estática comparada ou das políticas pelo lado da oferta (concebidas dentro de seus limites). Por outro lado, a crítica de Keynes (ao rebaixamento salarial) converte-se em argumento favorável: maior produção corrente poderia induzir uma melhora nas expectativas de longo prazo, aumentando os investimentos (mas como já foi dito, as decisões de investimento não são abordadas aqui). E além da redução *once and for all* da queda da carga de juros não se apresentar como substituta das políticas de demanda ou estruturais, ela não enfrenta requerimentos de sustentabilidade fiscal – ao contrário, diminui o custo de carregamento das reservas (seção IV).

A simples suposição de que a empresa do setor não-financeiro tenha maior propensão a gastar do que o setor financeiro seria suficiente para associar um nível de demanda mais elevada a um movimento em que os juros não retornassem aos bancos, por certo tempo. Em abordagens que integram variáveis financeiras ao processo decisório da firma (ou à relação banco-empresa) também se pode encontrar amparo à hipótese de que o resultado desse não-retorno seria um aumento da produção. É o papel que exerce o efeito do risco crescente, onde o aumento do volume de produção da firma, por meio do acesso ao crédito, esbarra em limites que se estreitam à medida que esse mútuo avanço não acompanhe o do risco de crédito da empresa. Com isso, uma queda no nível do endividamento (que derrube a carga de juros), ao melhorar o risco de crédito da firma, permitiria que ela reocupasse capacidade e aumentasse a produção.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Equivale a dizer que o volume de produção corrente está restrito (entre outros fatores) pelo sobre-

Assim, essas considerações fazem crer que uma economia marcada, por um lado, por um nível de ociosidade elevado e, por outro, por uma elevada carga financeira associada ao processo produtivo, fará um movimento de ocupação daquela capacidade caso essa carga seja derrubada. É importante advertir, a essa altura, que considerações apontadas têm caráter exploratório e se resumem à mera convergência de argumentos de extração ortodoxa, novo-keynesiana, poskeynesiana e kaleckiana, sem sugerir qualquer síntese eclética dessas matrizes.

O que foi dito direciona o foco para a distinção entre dois tipos de movimento expansivo, a partir dos horizontes de curto e de longo prazo. Por retomada “simples” da atividade econômica entende-se a simples ocupação da capacidade ociosa, sem envolver variação na capacidade instalada, a partir de um nível em que a utilização da capacidade se encontre abaixo do nível desejado. Abstraem-se efeitos de decisões voltadas à ampliação de capacidade, depreciação, variação indesejada no nível de estoques e qualquer outro aspecto alheio à simples utilização de capacidade. Teoricamente o conceito não ultrapassa o horizonte de um período de produção e, ao pressupor a exclusão de outros elementos da dinâmica, tem estatuto meramente analítico, uma vez que a utilização de capacidade sempre resulta, *inter alia*, de decisões relativas à expansão da capacidade por parte de outros agentes.

Mais propriamente, o conceito de retomada simples pressupõe um desequilíbrio de “curtíssimo” prazo. O agente opera com um nível de ocupação da capacidade produtiva abaixo do desejado a partir das condições de mercado, pois o agravamento de suas condições financeiras exige que redirecione parte não esperada de seus recursos para fins não produtivos. Para isso, basta supor i) que o ciclo produtivo seja mais longo do que o contrato de financiamento corrente ii) que o agente acerte as previsões de receitas, mas iii) erre para baixo as previsões de refinanciamento corrente – três suposições plausíveis. De forma geral, basta supor que a “diferença” entre as previsões de receitas e as de custo financeiro surpreendam negativamente para que o agente se encontre nessa situação. Cabe reiterar, por fim, que a distinção entre curtíssimo e curto

---

endividamento de parcela das empresas, como ilustrado na *seção II* para a conjuntura brasileira. Note-se, novamente, que o princípio do risco crescente, de Mickail Kalecki, focaliza o “crescimento” da firma. Ele estabelece um limite ao endividamento da empresa e, portanto, ao investimento, ao associar crescimento do risco aos compromissos financeiros assumidos em decorrência dos investimentos realizados. Com efeitos menos relevantes e limitados ao horizonte de curto prazo, explora-se a possibilidade dessa adaptação.

prazo é teórica; no tempo de calendário, a correção macroeconômica desse desequilíbrio de “curtíssimo” prazo pode estender-se pelo período que durar o processo de deterioração das estruturas financeiras (no sentido minskyano original), na medida em que novas levas de unidades vão migrando da situação hedge a especulativa e daí para Ponzi.

Os modelos são em geral operados a partir do nível desejado das variáveis, de forma que o nível de atividade é diretamente relacionado às decisões de investimentos (e expectativas de longo prazo). Com isso, ao se concentrarem na problemática do crescimento sustentado, os modelos usuais dão por resolvido o desafio da retomada simples da atividade sem tê-lo examinado. Entretanto, sua singularização é necessária frente a uma situação em que o nível de atividade esteja continuamente abaixo do desejado no “curtíssimo” prazo, configurando um quadro atípico e pouco tratável – com expectativas de longo prazo deprimidas e a restrição fiscal extremamente severa, onde o governo não consegue “cavar buracos”, e a política monetária sofre de um forte grau de rigidez à baixa da taxa de juros real.

Um quadro como o descrito acima tende a ser visto como transitório. Ocorre que o problema – pelo menos o obstáculo inicial a uma retomada sustentada – pode ter origem nas próprias condições de produção corrente e seu financiamento. Quando o nível corrente de atividade e as expectativas de longo prazo se deprimem reciprocamente, abre-se espaço para que as decisões de produção se sobreponham dinamicamente à taxa de investimento. Essa articulação não é estranha a modelos aceleradores; é pouco usual, entretanto, que sua direcionalidade (da atividade corrente para o investimento) possa ter se convertido em tônica depressiva por um período tão dilatado (o que talvez se explique, no caso brasileiro, pela relevância de fatores exógenos – desaceleração internacional, condições climáticas e crise política doméstica). A propósito, a dominação do estado corrente da economia sobre as decisões de longo prazo ocorre no real; ela integra o resultado combinado das decisões dos agentes individuais (âmbito da macroeconomia) e o processo decisório em curso (a “micro”).

Com essas preliminares, cabe passar à exposição da “trégua financeira”.

## IV – A trégua financeira para o setor produtivo

Vale sublinhar, de início, que aqui se “propõe” apenas um exercício, cujo sentido é o de sustentar a possibilidade conceitual de uma moratória, dos ângulos financeiro, macroeconômico e, ainda, regulatório. Estabelecida essa possibilidade, com respostas satisfatórias às objeções levantadas contra formulações parecidas, o desenho final comporta diversas variantes. Além disso, o exercício tem o caráter de um esboço, dada a natureza do trabalho.

A lógica da “trégua” segue a engenharia reversa da crise, por isso começa com uma moratória: recursos que saíam das mãos das pessoas jurídicas da indústria, comércio e serviços, para voltar ao circuito financeiro, permanecem por mais tempo no circuito produtivo. Até agora, meados de 2017, o avanço da recessão tem retroalimentado o aumento da ociosidade e dos encargos financeiros para as empresas brasileiras. O nível dos encargos expressa, entre outros fatores, a assimetria entre ofertantes e tomadores de crédito que, dadas as características oligopólicas da estrutura do mercado bancário, tende a ampliar-se na crise. Diante disso, a moratória visa criar condições para que tal assimetria seja mitigada por um lapso de tempo que permita às empresas não-financeiras recompor suas forças, interagindo com a evolução no ambiente macroeconômico.

A dominância do curto prazo significa que, no estado recessivo da economia brasileira, a possibilidade de uma mudança nas condições correntes de produção induzir uma melhoria nas expectativas de longo prazo é maior do que o contrário. Assim, para reverter a recessão, trata-se prioritariamente de identificar que tipo de decisão de gasto (e não apenas qual setor) pode ser sensibilizado. No caso, focalizam-se os gastos (não financeiros) associados ao funcionamento corrente das empresas (não financeiras). Além disso, o caminho mais curto para a elevação desses gastos aponta para uma reestruturação dos débitos – daí a moratória, por um ano, dos serviços das dívidas bancárias das empresas (não financeiras) no mercado doméstico.

Restrições importantes são adicionadas ao exercício. A primeira é de escopo, ao não introduzir inovação estrutural no regime macroeconômico e seus instrumentos de gestão. A segunda restrição é a da neutralidade distributiva na interface entre o setor público e o setor privado: nenhuma alteração em indexadores dos passivos do setor público, alongamento de prazos e quejandos. Nesse espírito, a compensação para os

impactos sobre o setor financeiro não deve implicar em custos para o setor público. A necessidade de efeito imediato, o que requer simplicidade operacional, caracteriza a proposta como emergencial. Por fim, seu desenho deve permitir um acoplamento flexível aos planos voltados para a retomada dos investimentos e contribuir para a sustentação fiscal. A limitação dos beneficiários às pessoas jurídicas relaciona-se, por sua vez, à gestão da política monetária: contornando possível objeção ao alívio ao consumo, uma expansão do gasto das empresas *pari passu* ao aumento da oferta não exerce efeitos sobre o nível de preços.

A distinção entre cancelamento e moratória de uma dívida bancária, e entre componentes dos recursos retornados ao credor, os serviços e o principal, tem importância capital como conceito e do ângulo prático. Um cancelamento suprime a obrigação do devedor retornar os recursos ao credor, quer se trate do principal, dos serviços, ou ambos. A moratória, como proposto, apenas posterga a obrigação de retorno. Uma reestruturação de dívida, por seu turno, envolve qualquer combinação das possibilidades anteriores.

#### **IV.a – Queda dos juros para devedores e recomposição da carteira dos bancos**

A reestruturação de dívidas bancárias aqui sugerida não tem novidade, senão pela escala e abrangência. Ocorre com frequência no mercado; além disso, segmentos como os atingidos por calamidades, rural e outros, beneficiam-se muitas vezes do mecanismo, não raro ancorado em recursos do Tesouro. Para prevenir esse tipo de repercussão, a reestruturação poderia delimitar os créditos com recursos direcionados que estariam envolvidos, excluindo fundos parafiscais que alimentam os circuitos de fomento creditício na área rural, industrial e imobiliária.

A adesão do cliente seria voluntária e, uma vez comunicada à instituição credora, compulsória para ela. Ao se instalar o processo de reestruturação, haveria a necessidade de equalizar o poder negocial das partes neutralizando, temporariamente, a assimetria de poder que marca a relação creditícia, em particular na crise. Assim, a hipótese suspensão do pagamento do *principal* pelo (curto) lapso de tempo da regularização do pedido poderia ser analisada como antídoto à eventual procrastinação da parte do credor.

A cada parcela de principal e juros do contrato envolvido, o cliente retornaria ao banco apenas o principal. Em relação aos serviços, mais especificamente, aos juros do empréstimo, ele disporia de um ano de carência para retomar o pagamento de cada parcela, mantendo o horizonte inicial do contrato. Assim, se o contrato previsse o retorno em dez parcelas, e já tivesse sido paga a quinta num dado dia do mês  $x$  do ano  $y$ , o mutuário retomaria o pagamento da sexta parcela em diante, no mesmo dia do mês  $x+1$  do ano  $y+1$ , nas mesmas condições contratadas anteriormente. Como nem todo tipo de contrato comporta essa simplificação, fazem-se as adaptações necessárias a cada modalidade.

Após um ano sem a carga do endividamento corrente, é de se esperar que as empresas se encontrem em situação patrimonial e financeira superior à original. Além disso, e também por causa desse fato, deverão estar inseridas em um contexto macroeconômico menos adverso. É evidente também que a retomada do pagamento dos juros postergados pode se sobrepor ao endividamento adicional que a unidade tenha incorrido. Resta saber, portanto, como fica a relação entre o cliente e o banco, nesse interregno.

Quanto ao impacto sobre o sistema bancário note-se que, se o plano envolver a carência de um ano para os juros, ele se distribui ao longo de dois exercícios anuais, na proporção dos meses incluídos em cada um. A necessidade de recompor suas fontes de receitas levará a instituição bancária a reagir –aumentando a demanda por títulos da dívida pública e/ou, principalmente, expandindo a carteira de crédito (pois uma parcela do crédito não proporcionará retorno nesses dois exercícios) sob novas condições concorrenciais.

A estratégia de expansão fica facilitado pelo fato de que, para os clientes “reestruturados”, abre-se um novo espaço de endividamento, à medida em que procedem ao retorno do principal. Com seu nível de risco reduzido, o cliente tende a desfrutar de melhores condições na contratação. Tal tendência pode se materializar ou não, dada a assimetria entre as partes do contrato. Nesse sentido, o “antídoto” à procrastinação, mencionado há pouco, pode ser repensado no sentido de incluir garantias para o refinanciamento (do valor específico da parcela vincenda) sob condições que reflitam a melhoria financeira do tomador.

Outro aspecto a considerar é que o devedor irá retomar, no horizonte de um ano, o pagamento de juros postergados. A recomposição da carteira constitui o momento crítico em que as expectativas e o processo decisório das instituições financeiras irão definir sua contribuição ao grau de eficácia da moratória. Assim, a oferta de crédito e a precificação das novas linhas, tanto para os reestruturados (ou parcelas reestruturadas) como para eventuais novos clientes, constituem variáveis críticas para esses desdobramentos, merecendo uma atenção especial da “autoridade supervisora”.

O ponto inicial da nova situação – bancos públicos e privados necessitando reconstituir a carteira (e podendo agora acessar passivos mais baratos que os do mercado, como discutido a seguir) – tende a acirrar a concorrência interbancária, favorecendo uma diminuição nos *spreads* e barateando o crédito do sistema, na ponta do tomador. Bancos federais podem jogar um papel não propriamente indutor, mas de reforço a esse processo, que não deve, porém, ser superestimado.<sup>12</sup>

A melhoria dos níveis de endividamento microeconômico poderia exercer ainda um efeito potencial positivo no mercado de capitais, como fator de valorização dos papéis das empresas não-financeiras, barateando de forma geral o levantamento de capital das companhias beneficiadas. Por outro, o impacto da moratória nos resultados das instituições financeiras agiria em sentido contrário na Bolsa, o que cabe ser compensado. Também por isso o desenho esboçado até aqui coloca a necessidade de prover suporte a essa trégua financeira, tratada a seguir.

#### **IV.b – Capitalização via “empréstimo” das reservas internacionais**

Para uma estimativa conservadora do impacto da medida, considera-se inicialmente elegível a totalidade dos créditos bancários vigentes às pessoas jurídicas. Isso significa falar de R\$ 1.494,5 bilhões (Tab. 3). É plausível que uma parte dos devedores enfrente custos de transação maiores do que os benefícios da moratória – por exemplo, aqueles que estejam em suas últimas parcelas –, assim, o montante seria certamente menor que aquele valor.

---

<sup>12</sup> Essa possibilidade é frequentemente superestimada. A atuação dos bancos federais na “guerra do *spread*”, mencionada por André Singer (SINGER & LOUREIRO, *op.cit.*) como o ponto alto do conflito da presidenta Dilma Rousseff com o mercado financeiro em 2012, seria exemplo dessa estereotipificação. Até 1986, quando o Banco do Brasil tinha realmente “poder moderador das taxas de juros”, sua participação relativa alcançava um terço do mercado de crédito, não havia a diversificação atual e – detalhe – ele dispunha da “Conta Movimento”, para avançar recursos.

TABELA 3

**BRASIL. Empréstimos do Sistema Financeiro**<sup>1</sup>

	Sistema	Pessoas Físicas	Pessoas Jurídicas		
	Total	PF	Total PJ	Direcionados	Livres
Volume de Crédito	3071,8	1577,3	1494,5	775,3	719,2
Taxa Média (%aa)	30,2	38,7	19,2	11,0	26,3
Spread (%aa)	22,3	30,9	11,2	4,8	16,8
Custo (= Taxa - Spread) (%aa)	7,9	7,8	8,0	6,2	9,5
Prazo médio (meses)	118,6	60,9	171,5	104,2	26,8
Juros Brutos (1 ano) R\$ bi	927,7	610,4	286,9	85,3	189,1
Custo (= Juros pagos) R\$ bi	242,7	123,0	119,6	48,1	68,3
Result. financeiro líquido R\$ bi	685,0	487,4	167,4	37,2	120,8
% do Sistema	100,0	71,2	24,4	5,4	17,6
% do PIB (R\$ 6.266,9 bi) <sup>2</sup>	10,9	7,8	2,7	0,6	1,9

Fonte: Bacen. Anexo Estatístico das Nota à Imprensa (Jun 2017). Elab.: Autor (CAV)

1 - As totalizações são feitas na vertical (por segmento). Na horizontal, verificam-se discrepâncias.

2 - IBGE

A partir do valor mencionado pode-se determinar a dimensão do impacto da moratória e colocá-la em perspectiva. O volume de juros que o sistema bancário deixaria de receber seria de R\$ 286,9 bilhões (*idem*).<sup>13</sup> Isso representa aproximadamente um quarto das receitas brutas de empréstimos do sistema bancário. Essa magnitude não é desprezível (US\$ 87,0 bilhões, com o câmbio a R\$ 3,30, ou 2,7% do PIB de 2016). Mas não se trata de uma proporção que coloque em coma o sistema, cuja rentabilidade tem se mantido elevada mesmo na crise. Apesar de representar a metade do estoque de empréstimos bancários, três quartos das receitas do sistema advêm do crédito ao consumo, fora do escopo da proposta. Além do que, repetindo, adotou-se a suposição irrealista de que todas as empresas devedoras irão solicitar a totalidade dos benefícios.

Como sublinhado, trata-se do adiamento de recursos, e não um cancelamento. Assim o problema se reduz, a princípio, ao custo de financiar o adiamento do montante devido aos bancos. Suponha-se que todas as parcelas do ano vençam no mesmo dia. Como a massa de juros dos bancos decorre da taxa média de aplicação com as PJs, usa-se essa mesma taxa para calcular o impacto do valor postergado. Com isso, o custo para o sistema bancário será R\$ 286,9 bilhões  $\times$  19,3%  $\times$  1 ano = R\$ 55,1 bilhões (ou US\$ 16,7 bilhões, câmbio a R\$ 3,30). Repetindo, é um montante ampliado, que inclui a parcela dos que não entrariam no programa; seja como for, não é uma perda trivial.

<sup>13</sup> Observar Nota 1 da Tabela 3, que se deve à metodologia usada pelo Bacen para apurar as taxas de juros médias que incidem sobre agregados com taxas diferentes, gerando algumas discrepâncias, quer se calcule pelo agregado ou pelos segmentos. Conservadoramente, aqui se opta pelo valor que represente maior grau de dificuldade para a política proposta.

A estimativa alcançada fornece, grosso modo, a implicação de uma moratória das empresas sobre os resultados do sistema bancário, hoje: cada 1% do PIB em moratória dos juros “custa” ao sistema bancário R\$ 20,4 bilhões. A referência poderia servir à discussão de uma iniciativa na linha do PROER,<sup>14</sup> mas não é esse o caso. Aqui se pretende indicar como cobrir a perda de R\$ 55,1 bilhões do sistema bancário sem qualquer custo fiscal. Cabe indicar como fazê-lo.

A seguir, sinalizam-se duas vias para permitir ao sistema bancário compensar essa perda inicial, com os cuidados devidos. A primeira passa pelo uso do empréstimo na capitalização do sistema, que o usará para substituir fontes de capital atualmente empregadas. A segunda via consiste em empréstimo direto dos recursos em reais no mercado doméstico, com restrições menos rigorosas. A exposição começa pela primeira, que já é suficiente para os propósitos pretendidos.

Suponha-se que a autoridade econômica queira apoiar o setor bancário doméstico para que este se aproprie de um resultado líquido do tamanho do impacto da moratória, sem custo fiscal ou mesmo com algum ganho dessa natureza. Se a atual política de carregamento de ativos do setor público não fosse tão “ineficiente”, tal objetivo estaria inviabilizado. Sendo a política como é, abre-se uma possibilidade de arbitragem não explorada, que envolve, de um lado, o baixo retorno (a rigor, as condições de risco-retorno) das reservas internacionais e, de outro, o elevado custo de capital para os bancos (ou o elevado retorno de um empréstimo do sistema bancário no mercado doméstico).

A arbitragem não pode ser direta, pois não há uma aplicação alternativa do Bacen, detentor das reservas, no mercado bancário. Torna-se necessária uma articulação intermediária entre o Bacen e as instituições bancárias que operam nesse mercado, o que tem a vantagem de permitir uma redistribuição de risco favorável à solução pretendida.

O mecanismo deve ser visto pela ótica de risco da autoridade monetária, inicialmente. Certo montante de títulos da dívida do governo norte-americano, nos ativos dessa autoridade, seria emprestado, a longo prazo, a cada instituição integrante do programa. A princípio, o Bacen estaria trocando risco soberano dos EUA por risco não-

---

<sup>14</sup> O PROER (Programa de Apoio ao Saneamento e Reestruturação do Sistema Financeiro) foi lançado pelo governo FHC em 1995, face aos impactos combinados da transição para a baixa inflação, gestão temerária e crimes financeiros sobre o sistema bancário. O saneamento do sistema envolveu recursos do setor público e deu significativo impulso à concentração do mercado bancário brasileiro.

soberano de um banco brasileiro; faz-se necessário mitigar essa degradação. A provisão preliminar é a de que o objeto dos empréstimos (títulos) não pode ser convertido em outro ativo (dólares, p.ex.) por iniciativa do devedor (banco). Conexa a ela, títulos vencidos têm aplicação renovada, e todos permanecem custodiados onde atualmente se encontram.

A provisão principal é que o Bacen pode retomar o título, desde que forneça ao devedor o valor correspondente em moeda doméstica no mercado interno, a sua exclusiva conveniência. Isto é, pode retomar as reservas monetizando o crédito no mercado doméstico. Considere-se ainda, sob outros aspectos, o reforço a essas precauções representado pela relação assimétrica entre a autoridade monetária e o agente privado. Tendo foro em Nova Iorque, por exemplo, um contrato que contemple pontos dessa natureza aproxima muito o risco da autoridade monetária com o empréstimo ao banco brasileiro ao baixo risco que já corre com os títulos soberanos dos EUA.

Os pontos elencados ainda liquidam, automaticamente, as principais preocupações de ordem macroeconômica que cercam a utilização das reservas.<sup>15</sup> Com o empréstimo, o custo de carregamento das reservas diminuiria, com ganho fiscal. Na medida em que pode retomar os títulos (dólares) entregando reais aos bancos, a autoridade monetária pode reconstituir rapidamente o nível anterior de reservas internacionais – esses empréstimos se transformam, assim, em linha auxiliar das reservas (a rigor, fora das reservas oficiais). E na medida em que a movimentação dos títulos fica sujeita a autorização do Bacen, também se afasta o fantasma da reconversão dos títulos em dólares e sua internalização inconsistente com a política macroeconômica (pressão sobre o câmbio).

O passo seguinte diz respeito à precificação desses empréstimos. A partir do piso de remuneração dos títulos, o Bacen cobraria uma taxa de intermediação acrescida de outras taxas. O banco tomador, de posse dos títulos, iria auferir seus rendimentos, pagando em termos líquidos a diferença entre a taxa paga pelo governo emissor e a taxa *all in* do Bacen. Supondo que o título rendesse 2% (na moeda em que é denominado, o dólar) e o Bacen cobrasse 4% do tomador, o banco estaria pagando

---

<sup>15</sup> Veja-se um apanhado das críticas em PELLEGRINI (2017), que centra a discussão no nível das reservas como proteção da economia contra instabilidade internacional. Trata-se do primeiro “estudo especial” da recém-criada Instituição Fiscal Independente, do Senado Federal.

apenas 2%. Essas taxas podem ser definidas de forma a fixar o custo líquido para os bancos.

Na fórmula indicada, a liquidação dos receios macroeconômicos provoca um forte dano colateral, ao restringir as alternativas para o uso que o tomador pode dar aos títulos. Se nada pudesse fazer com eles, os bancos estariam apenas operando gravosamente; com o impedimento de internalizar os recursos, não poderiam emprestá-los no mercado doméstico. Porém, como são empréstimos de longo prazo, resta entre as formas de aproveitamento enquadrá-los como instrumento híbrido de capital (de segundo nível). E tendo custo mais baixo do que o do capital atual dos bancos, mantém-se um diferencial que pode ser capturado por eles, ao recomporem a estrutura de capital.

Segue-se aqui a linha de extrema simplificação, própria de um esboço. O fato de os empréstimos estarem denominados em dólares não tem novidade para os bancos, mas exige uma estrutura de hedge que também implica custos; na falta de parâmetros para estimá-los, arbitra-se aqui uma taxa que tenha materialidade, de forma que o custo líquido para o tomador aumentaria de 2 para 3% aa. Além disso, o uso de empréstimos amparados em títulos soberanos no exterior como capital exigiria adaptações regulatórias associadas à implementação do projeto Basileia III, em curso no sistema financeiro nacional. Não há óbice incontornável a essa adaptação; qualquer que seja ela, os ganhos em termos de retomada de atividade são inegavelmente superiores. Entretanto, existem disposições regulatórias que limitam a participação desse tipo de instrumento na estrutura de capital das instituições bancárias, a ser mantida para fins prudenciais; sua observância será comentada, adiante.

Suponha-se que com a reestruturação de capital, na linha sugerida, os bancos liberem capital atualmente empregado que lhe custe uma taxa média de 8%; isso significa que o diferencial de taxas a favor do banco seria de 5% (deixaria de pagar 8 e passaria a pagar 3%). Com isso, o problema financeiro toma a seguinte forma: qual o volume de reservas que emprestado ao sistema bancário como um todo (primeira variável dependente) e, limitado ao teto de utilização como capital, deve ser aplicado no mercado doméstico por tempo suficiente (segunda variável dependente) para gerar um retorno de R\$ 55,1 bilhões (necessário para cobrir o impacto da moratória)?

O problema é semelhante ao de carregamento de ativos, com duas variáveis dependentes, o volume e a duração dos contratos. Como um dado valor aplicado a 5%

dobra no espaço de quinze anos, esse seria o tempo necessário para o empréstimo de igual valor ao da moratória possa “pagá-la”, a valor presente. Portanto, um volume de R\$ 55,1 bilhões (“meros” US\$ 16,7 bilhões), por quinze, permite fundar a moratória pretendida.

Quanto ao teto de uso de instrumento híbrido, deve-se considerar que o capital consolidado do sistema bancário (patrimônio de referência nível 1) era de R\$ 612,8 bilhões em dezembro de 2014 (Bacen, 2016c). O valor requerido poderia passar pelo gargalo regulatório, na medida em que aquele valor é hoje maior e, inclusive, os valores apresentados aqui estão estimados conservadoramente (e representaria menos do que 8% do capital consolidado).

Essa é a linha de uma solução blindada do problema. Na hipótese otimista de a economia brasileira aproximar-se dos parâmetros das economias desenvolvidas, o custo do capital dos bancos diminuiria (mas cairia também o custo da estrutura de *hedge*, além da taxa paga ao Bacen). Se o diferencial entre captação e custo do capital recuasse 5 para 2,5%, o prazo dos empréstimos necessário seria ampliado em dez anos (ou seu volume teria de ser ampliado).

Com a solução esboçada, fica resolvido o problema proposto. Convém recordar que as estimativas foram construídas de uma perspectiva sempre conservadora, utilizando uma “aritmética rudimentar” – que cabe refinar, em abordagens financeiras rigorosas e estrita conformidade com o quadro regulatório. Em todas as estimativas utilizadas, a cada passo, há espaço para ajuste e maior realismo, o que joga em favor da viabilidade do que se apresenta.

A segunda via de empréstimos envolve o relaxamento das restrições anteriores. O Bacen poderia emprestar as reservas aos bancos sem a exigência de que os títulos ficassem onde estão. Os bancos poderiam vender os títulos, que deixariam de figurar como linha auxiliar das reservas, e internalizar os dólares. Nesse caso, a degradação do risco para o Bacen seria mais acentuada e os bancos teriam de pagar mais pelos recursos. Quanto mais? Ou melhor, quais as referências para precificação de uma linha desse tipo?

Na situação anterior, o risco associado ao empréstimo assemelha-se ao de um tomador *prime*, de primeiríssima linha; agora, não mais. Por outro lado, sendo o credor o próprio órgão regulador do tomador de recursos, resta claro que o risco em que incorre

é substancialmente menor do que um ofertante qualquer no mercado internacional de capitais – onde os bancos já tomam com regularidade grande volume de recursos, cuja aplicação lhes é notoriamente rentável. No limite, o credor externo toma risco Brasil, o Bacen não. Assim, um desconto nas taxas já cobradas pelos credores externos seria aplicado.

O *spread* dos bancos, por sua vez, seria no mínimo aquele apontado na hipótese de capitalização, ou quase certamente maior, pois o leque de oportunidades para seu uso seria muito mais amplo. E não haveria restrição regulatória ao emprego dos recursos, como no caso de capitalização. Do ângulo das instituições financeiras, uma *facility* dessas seria quase um “presente de papai Noel”; ela apenas visaria contrabalançar o “presente de grego” representado pela moratória.

As objeções macroeconômicas na hipótese do uso direto do empréstimo do Bacen, por seu turno, reaparecem. Não em relação ao nível de reservas, pois com o *spread* maior, o volume necessário à compensação da perda dos bancos seria ainda menor que os (menos de) 4,4% das reservas, apurados anteriormente. Do ponto de vista fiscal os ganhos seriam maiores, o que é coerente com o maior risco envolvido na operação. Resta a política cambial; a entrada súbita de um grande volume de dólares apontaria para a valorização da taxa de câmbio. Como o montante poderia ser bem menor que os US\$ 16,7 bilhões, não é grau de pressão que não possa ser contornada com medidas compensatórias – é menos de um quarto dos ingressos anuais no país. Portanto, ao alcance de medidas que desestimulassem provisoriamente outras vias para a entrada voluntária de dólares.

Recapitulando. A linha de ação proposta envolve adiar por um ano a transferência de R\$ 286,9 bilhões, ou 2,7% do PIB, de juros ao setor bancário, que ainda está nas mãos das pessoas jurídicas. Esse adiamento acarretaria uma perda de R\$ 55,1 bilhões ao sistema. Para compensá-la, o Bacen concederia aos bancos um empréstimo de títulos que compõem as reservas internacionais, (respeitando as restrições macroeconômicas e regulatórias), de forma que, ao usá-los para compor seu capital, pudessem recuperar tal valor. A princípio, um empréstimo do mesmo valor de R\$ 55,1 bilhões (ou US\$ 16,7 bilhões, que equivalem a 4,4% do total das reservas do país) por 15 anos permitiria aos bancos obter um lucro desse montante, fechando a conta para os bancos.

Dada a elevada concentração no mercado de crédito brasileiro, a sorte do programa sugerido envolveria uma dezena de grandes instituições, se tanto. Para as instituições federais, seria uma oportunidade de compatibilizar mais estreitamente sua face concorrencial com o caráter de instrumento de política econômica; a engenharia financeira envolvida surge como um redesenho no âmbito das relações financeiras intragoverno. Os bancos privados, por sua vez, ao decidir caso a caso a estratégia competitiva e os montantes requeridos de capital, estariam sob um triplo desafio: o exercício da opção de seus clientes pela reestruturação, a necessidade de recompor fontes de receita e a pressão concorrencial. Nesse caso, qualquer proposta deve reconhecer aspectos de governança extremamente delicados, eliminando a possibilidade de ingerência estatal na estratégia específica dos grupos privados.

O uso das reservas como recursos de empréstimo ao sistema bancário não traz novidade radical. Como banco dos bancos e prestador de última instância, constitui atribuição normal de um banco central emprestar recursos às instituições bancárias. Empréstimos de liquidez a bancos momentaneamente ilíquidos, mas solventes, integram seus afazeres corriqueiros. Quando crises financeiras se avolumam, as linhas de liquidez dos BCs se ampliam, como é sabido. Na medida em que o cenário se torna mais desafiador, governos responsáveis vão mais longe, inovando em termos de instrumentos, volumes e instituições socorridas, como o Federal Reserve e o Tesouro dos EUA em 2009, sob o governo Obama, demonstraram cabalmente.

O (res)surgimento da proposta no debate político brasileiro suscitou indagações pertinentes acerca dos impactos sobre a situação externa e doméstica da economia.<sup>16</sup> Conforme estimados, entretanto, montantes, proporções e ordens de grandeza envolvidos neste exercício devem tranquilizar aqueles que, não sem razão, se preocupam com o nível das reservas internacionais, a taxa de câmbio e o interesse público. Para esses, as objeções comumente levantadas ao uso das reservas, foram respondidas aqui de forma satisfatória, sob a forma de sua mobilização financeira. Mas,

---

<sup>16</sup> Em fevereiro de 2016 a Executiva Nacional do PT aprovou uma proposta emergencial para a política econômica cuja grande novidade foi o uso das reservas para um fundo de desenvolvimento. Versões anteriores deste artigo (CAV) foram estimuladas por aquela concepção. Sobre sua formulação genérica, ver Partido dos Trabalhadores (2016) e CARNEIRO e MELLO (2017), artigo opinativo na Carta Capital. Mais recentemente, o candidato presidencial pelo PDT, Ciro Gomes, tem proposto uma linha de ação semelhante à deste artigo, referindo-se a valores maiores do que os estimados aqui.

como sempre, conforme alertou Keynes, a libertação das velhas ideias envolve um esforço adicional ao do exercício da razão.

## V – Comentário (minimalista) à política monetária e seus instrumentos

A proposta solicita considerações da ótica monetária, omitidas na seção anterior. Elas terão de ser tão breves quanto também “rudimentares”, limitando-se ao mais básico do debate conceitual. Desde logo, não se verifica aumento na oferta de moeda, na medida em que a proposta envolve uma simples recomposição dos ativos da autoridade monetária ( $\Delta$  Reservas = –  $\Delta$  Crédito).

Quanto aos bancos, concebidos na qualidade de criadores de moeda, essa criação estaria estritamente pautada por demanda gerada pela necessidade dos negócios, o que elimina a razão para prognosticar uma elevação no nível de preços. Trata-se de medida dirigida às unidades empresariais, e não ao consumo das famílias. Sendo uma trégua financeira para a retomada da produção (a partir de elevado grau de ociosidade), é razoável afirmar que os efeitos sobre os preços tenderiam a ser nulos ou fortemente mitigados, pois não envolve, *a priori*, qualquer aumento do poder de gasto. O esperado aumento de gastos (demanda) apenas acompanharia *pari passu* o aumento da produção (oferta).

Pela racionalidade do regime de metas de inflação, a manutenção de elevadas taxas de juros deve-se, fundamentalmente, ao excesso “relativo” de demanda, e o controle pretendido pelo RMI com a gestão da taxa básica de juros focaliza o consumo, o investimento ou o déficit público.<sup>17</sup> Como se verifica uma queda acumulada do produto de quase 8% em dois anos na economia brasileira, o excesso relativo só pode advir do declínio mais rápido do produto frente ao declínio (ou manutenção, ou aumento) da demanda. Uma queda comparável do produto potencial é, no mínimo, inverossímil. Diante disso, com a “trégua financeira” limitada ao crédito do setor produtivo, não se vislumbra nenhum impacto *direto* sobre o poder de compra dos consumidores.

---

<sup>17</sup> Para a crítica ao funcionamento do sistema de metas de inflação no Brasil, ver Bresser-Pereira, L.C. (*op.cit.*).

A relação direta da reocupação com a taxa de investimentos é ainda mais simples. Por construção analítica, supõe-se neste exercício que a capacidade produtiva seja constante. Em uma situação recessiva ou estagnada, como é o quadro atual da economia brasileira, essa assunção tem grande realismo. Dada a elevada ociosidade do parque produtivo, ela pode mesmo ser relaxada, não havendo razão para esperar daí o surgimento de pressão inflacionária.

Isolam-se assim os impactos fiscais sobre o setor público. Como já foi explicado, a solução dada ao desafio da moratória implica queda no custo de carregamento das reservas internacionais, com efeito positivo sobre as contas públicas. E qualquer que seja seu grau de eficácia, sendo positivo, há um aumento das receitas fiscais. O impacto fiscal positivo associável à trégua vai além dos fluxos. O empréstimo do Bacen aos bancos, tanto públicos como privados, é computado integralmente como aumento do crédito do setor público, diminuindo na mesma extensão a dívida pública líquida.

Não há, com isso, objeção monetária sustentável à ação sugerida.

## **VI – Considerações finais**

A *rationale* e o desenho de um pacote para retomada emergencial da atividade econômica no Brasil constituem o núcleo deste artigo. Seu ponto de partida foi a caracterização da crise atual – a partir da situação do setor produtivo, que enfrenta elevada e crescente nível de ociosidade combinada com elevada e crescente peso dos encargos financeiros – sob inspiração de uma contribuição fundamental de Hyman Minsky.

Desse diagnóstico surge a possibilidade de uma resposta emergencial ao quadro recessivo da economia brasileira, centrada na ocupação da capacidade ociosa não planejada – a qual o exercício se propõe a enfrentar, diferenciando-a da retomada do crescimento baseada no aumento da taxa de investimento. A moratória dos créditos bancários das pessoas jurídicas, no mercado doméstico, representa essa resposta emergencial. Isso coloca, por sua vez, a necessidade de cobrir o impacto negativo que a moratória teria nos resultados das instituições que integram o sistema creditício nacional. Para tanto, sugere-se o empréstimo de um montante das reservas

internacionais aos bancos, que poderiam “rentabilizá-los” aproveitando as condições do mercado doméstico.

A possibilidade de acionar as reservas internacionais para mitigar o quadro recessivo brasileiro é real, embora completamente distinta da forma concebida até agora. Duas vias de aproveitamento das reservas pelos bancos foram apontadas. A primeira assume fortes restrições ao desenho do pacote, entre as quais: apenas tangenciar a discussão das “reformas” (portanto, do tripé macroeconômico), neutralidade distributiva entre os setores público e privado, manutenção das reservas internacionais no exterior, recuperáveis pela autoridade monetária e baixo impacto em caso de suspensão. Os empréstimos servem como instrumento híbrido integrante do capital das instituições, aniquilando-se todas as objeções macroeconômicas levantadas contra o uso das reservas, na medida em que i) o custo de carregamento das reservas fica menor, ii) o nível de reservas envolvido, bastante reduzido, pode ser recomposto rapidamente, e iii) não há ingresso de dólares, portanto não afeta a política cambial. A “aritmética rudimentar” do exercício realizado indica valores e ordens de grandeza relativamente modestos, nessa hipótese.

A moratória significa que R\$ 286,9 bilhões, ou 2,7% do PIB, de juros devidos ao setor bancário, permanecem por mais um ano nas mãos das pessoas jurídicas – se todas as parcelas devidas de todas as empresas fossem consideradas. A postergação implica perda de R\$ 55,1 bilhões ao sistema. Para compensá-la, o Bacen faria aos bancos um empréstimo de títulos que compõem as reservas, de forma que eles pudessem recuperar tal valor. A princípio, um empréstimo do mesmo valor de R\$ 55,1 bilhões (ou US\$ 16,7 bilhões, que equivalem a 4,4% do total das reservas do país) por 15 anos permitiria aos bancos obter um lucro desse montante (a valor presente), fechando a conta da moratória. Todas as referências utilizadas são conservadoras, amplificando exigências e resultados.

A segunda via, que prevê a conversão direta das reservas em recursos a serem emprestados, mantém a restrição de escopo (passar ao largo de reformas) e o requisito de fácil reversão. Entretanto, as reservas utilizadas deixam de ser recuperáveis e os recursos são internalizados. A vantagem é que os bancos conseguiriam o mesmo retorno i) acessando um volume de empréstimos menor que os US\$ 16,7 bilhões e/ou ii) em menor prazo. Ainda assim, portanto, considerada a escala e proporção do montante envolvido, todas as objeções conhecidas até aqui perdem muito de sua substância.

Em resumo, este artigo expõe uma via de curto prazo para a retomada da atividade econômica no Brasil. Mostra-se que é possível desenhar um conjunto articulado de medidas que empregue parcela bastante reduzida das reservas internacionais, no Bacen, para fundar uma moratória dos serviços das dívidas bancárias das empresas, permitindo com isso que elas recuperem parte do fôlego financeiro perdido na recessão. O exercício tem o caráter de esboço, e comporta outras variantes em versões que refinem o desenho e as estimativas financeiras utilizadas. Seu propósito central é apontar a necessidade que o atual debate econômico revalorize os desafios colocados no curto prazo, sem o que as controvérsias sobre as reformas estruturais continuarão ocorrendo em terreno pantanoso.

### REFERÊNCIAS

**Arestis, P., Sawyer, M.** (eds) (1994). The Elgar Companion to Radical Political Economy, Edward Elgar: Aldershot.

**Banco Central do Brasil** (2016a). Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro. Nota Para a Imprensa – 29.3.2016, Brasília (DF). Recuperado em 01/04/2016 de [www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM](http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM)

\_\_\_\_\_ (2016b). Ata da 198ª Reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), 26/27.04.2016. Recuperado em 05.05.2016 de <http://www.bcb.gov.br/?copom198>

\_\_\_\_\_ (2016c). 50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional. Recuperado em 12/02/2016 de <http://www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp>

**Bastos, P.P.Z.** (2012). “A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo”. Economia e Sociedade, v.21, Número Especial, p.779-810, dez.2012.

**Belluzzo, L.G. & Almeida, J.G.** (2002). Depois da Queda. A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

**Bresser-Pereira, L. C.** (2008) “The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach”. Revista de Economia Política, v.28, no. 1, (109), pp. 47-71, jan-mar/2008.

\_\_\_\_\_ (2016). “Reflexões sobre o Novo Desenvolvimentismo e o Desenvolvimentismo Clássico”. Revista de Economia Política, vol. 36, nº 2 (143), pp. 237-265, abr-jun/2016.

**Bruno, M. et. al.** (2011). “*Finance-Led Growth Regime* no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas”. Revista de Economia Política, vol. 31, n. 5 (125), pp. 730-750, Edição especial.2011

**Carneiro, R.** (2017) Navegando a Contravento (uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff). Texto para discussão no. 289, IE-Unicamp, mar/2017, 40 pp. Recuperado em 21/07/2017 de [www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3509&tp=a](http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3509&tp=a)

**Carneiro, R. e Mello, G.** (2017). O Colchão do Crescimento. Como as reservas podem ser usadas para sustentar a recuperação da economia. Recuperado em 15/06/2017 de <https://www.cartacapital.com.br/economia/o-colchao-do-crescimento>

**Giambagi, F., & Almeida Jr, M. F.** (orgs.) (2017). Retomada do Crescimento. Diagnósticos e Propostas. Rio de Janeiro: Elsevier.

**Keynes, J. M.** (2013). The General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, edited by D. Moggridge, London: Macmillan and Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.

**Macedo, A. C. M. e Nascimento, P. F.** (2014). Financeirização e crescimento: alguns experimentos stock-flow consistent” Recuperado em 21/07/2017 de [https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files\\_I/i6-658dfd814e0c41f7f30071ac3bff02b6.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_I/i6-658dfd814e0c41f7f30071ac3bff02b6.pdf)

**Ministério da Fazenda** (2015). Nota de Análise Sobre a Desoneração da Folha (25 pp.). Recuperado em 25/03/2016 de [http://fazenda.gov.br/copy\\_of\\_area-destaques/notas-de-analise-sobre-desoneracao-da-folha-spe-1](http://fazenda.gov.br/copy_of_area-destaques/notas-de-analise-sobre-desoneracao-da-folha-spe-1)

**Partido dos Trabalhadores** (2016). O Futuro está na Retomada das Mudanças. Recuperado em 01/03/2016 de <http://www.pt.org.br/wp-content/uploads/2016/02/O-futuro-est---na-retomada-das-mudan--as.pdf>

**Pellegrini, J.A** (2017). Reservas Internacionais: Evolução, Nível Adequado e Custo de Carregamento. Instituição Fiscal Independente, Senado Federal. Estudo Especial no. 1, mar/2017, 32 pp. Recuperado em 21/07/2017 de <https://www12.senado.leg.br/ifi/EstudosEspeciaisIFIn1ReservasInternacionais.pdf>

**Pereira, A. e Mattei, L.** (2015). The Brazilian Economy Today. Towards a New Socio-Economic Model? London: Palgrave MacMillan.

**Peres, L.** (2016). “Alívio de compulsório deve integrar novo pacote de crédito”. Valor Econômico, 23/03/2016. Recuperado em 15/06/2017 de <http://www2.valor.com.br/financas/4494274/alivio-de-compulsorio-deve-integrar-novo-pacote-de-credito>

**Rezende, F.** (2016). Financial Fragility, Instability and the Brazilian Crisis: a Keynes-Minsky-Godley Approach. Discussion Paper no. 1, Multidisciplinary Institute for Development and Strategies. 75 pp.

**Singer, A., e Loureiro, I.** (orgs.) (2016). As Contradições do Lulismo. A que ponto chegamos? São Paulo: Boitempo.

**S&P Global Ratings** (2017). Bancos brasileiros recorrem cada vez mais a renegociações de empréstimos para evitar perdas. Recuperado em 15/06/2017 de <https://www.spratings.com/documents/20184/2125986/FI BANKS Fevereiro21 2017 Bancosbrasileiros recorremcadavezmaisarenegociacoesdeemprestimosparaevitarperdas/07e10bf0-9956-455f-822b-0e7e733ddc94>

**Safatle, C.** (2016). “Governo cogita um PROER para as grandes empresas”. O Valor Econômico, edição de 28.04.2016, p. C3. Recuperado em 15/06/2017 de <http://www.valor.com.br/financas/4541773/governo-cogita-um-proer-para-grandes-empresas#>