

## Carta do IBRE

Mercado de trabalho do Nordeste teve perda permanente na recessão de 2014-16, mas não na pandemia

## Ponto de Vista

Economia americana em meio a uma crise bancária

## Entrevista

Jorge Arbache  
Vice-presidente de Setor Privado do CAF



# CONJUNTURA ECONÔMICA

**FGV IBRE** Editada desde 1947 • [www.conjunturaeconomica.com.br](http://www.conjunturaeconomica.com.br) • Abril 2023 • volume 77 • nº 04

## Artigos

Abelardo de Lima Puccini  
Geraldo Biasoto Junior  
José Roberto Afonso  
Lia Baker Valls Pereira  
Marcos Cintra  
Murilo Ferreira Viana  
Nelson Marconi  
Samuel Pessôa

## Tributos


Quem paga quanto?

## Fiscal

O equilíbrio além da regra

## Política externa

Estratégias diante da tensão EUA-China



# Propulsor do PIB

Os desafios emergenciais e estruturais refletidos na conjuntura do mercado de crédito brasileiro

# Crise financeira, regimes e responsabilidades

**José Roberto Afonso**

Professor do IDP e pesquisador do CAPP/ISCSP/Universidade de Lisboa

**Geraldo Biasoto Junior**

Professor aposentado do IE/Unicamp e consultor independente

**Murilo Ferreira Viana**

Mestre e doutorando em Economia pelo IE/Unicamp e consultor independente

O ano de 2023 não parece apontar para a bonança tão desejada. A pandemia da Covid-19 deixou cicatrizes profundas na economia e na sociedade. A guerra na Ucrânia vai reproduzindo tensões geopolíticas que pareciam ter sido eliminadas de nossa realidade. Neste ano, o Brasil está diante de dois grandes impasses. Um é interno, o choque entre as políticas fiscal e monetária. O outro é externo: uma fragilidade financeira de complexa gestão.

Vamos iniciar por um olhar para as condições internacionais. Há um evento inicial, a derrocada do Silicon Valley Bank (SVB). Mas o evento sempre é um sintoma de alguma forma de debilidade do sistema. E vale notar que não podemos avaliar o sintoma ou o sistema sem olhar para a pandemia, a guerra e o aperto monetário nos Estados Unidos e demais economias avançadas. O SVB era um banco de negócios, operava as finanças de empresas inovadoras do Silicon Valley em rápido crescimento e as financiava.

Estranhamente, o SVB não quebrou pela razão clássica de que seus empréstimos tenham enfrentado níveis elevados de inadimplência. Ao

contrário, seu problema foi ter imobilizado excessivamente recursos que captava com prazos baixos e se encastelado em títulos públicos de longo prazo. O grande imprevisto foi que os juros americanos foram subindo e desvalorizando o ativo do banco. Logicamente, os correntistas foram se dando conta de que havia um problema de solvência e anteciparam o problema de tal forma que gestaram uma crise de liquidez.

O sintoma SVB nos coloca três interrogações. A primeira versa sobre o foco de atividades do banco: o que levou o SVB a ter um *mix* de ativos tão voltado para os títulos públicos se ele sempre foi um banco fortemente vinculado a negócios e com nicho bem definido, na área de tecnologia, em tese, das mais promissoras? A segunda enfoca a opção por comprar títulos públicos quando o Fed anunciava a elevação das taxas de juros sem realizar operações de *hedge*. A terceira refere-se à regulação e supervisão: como o aparato (privado e público) de monitoramento de riscos bancários não conseguiu identificar o problema?

As duas primeiras questões são diretamente ligadas às crises que a eco-

nomia mundial vem experimentando desde a pandemia. As dificuldades experimentadas tanto na produção quanto na logística de transportes geraram recursos ociosos dada a postergação de planos de investimento (e até de produção). Os riscos inflacionários se disseminaram pelo sistema econômico, tanto pelo excesso de liquidez de 2020 quanto pelas tensões internas às cadeias produtivas, inclusive geopolíticas, em meio às crescentes disputas hegemônicas. O caminho natural seria a aplicação dos recursos ociosos em títulos públicos, até por conta do risco em outros ativos financeiros. Contudo, a incapacidade do SVB de construir um *hedge* razoável para a anunciada mudança da curva de juros realmente não encontra explicação.

A terceira questão é a mais complexa. Stiglitz tem se manifestado sobre o equívoco da gestão Trump em ter relaxado os controles postos em 2008, pela Lei Dodd-Frank, para os bancos regionais. Logicamente, isto teve seu papel, mas a inação do Fed de San Francisco e da fiscalização bancária frente a uma situação patrimonial tão arriscada também mostra que o problema não está somente na

regulação, mas também na supervisão da atividade bancária.

O fato é que os problemas se multiplicam. Nos EUA, houve contágio para outros bancos regionais, como o Signature Bank e o Silvergate Bank, especializados em criptomoedas, que também entraram em falência, e o First Republic Bank, que recebeu uma injeção de liquidez de 11 grandes bancos americanos. O contágio também se espalhou para a Europa. Diversos gigantes tiveram problemas na esteira da deterioração da posição do Credit Suisse, que culminou na sua compra pelo UBS articulada pela Confederação Suíça, como o Deutsche Bank e o Société Générale. Não há dúvidas de que a regulação do sistema financeiro enfrenta problemas e falta de credibilidade. Mas o pior é que, enquanto, em 2008, tínhamos

derivativos e produtos estruturados (como os Collateralized Debt Obligations) na origem da fragilidade financeira, hoje temos criptomoedas, cujas conexões com o sistema são muito mais obscuras e explosivas.

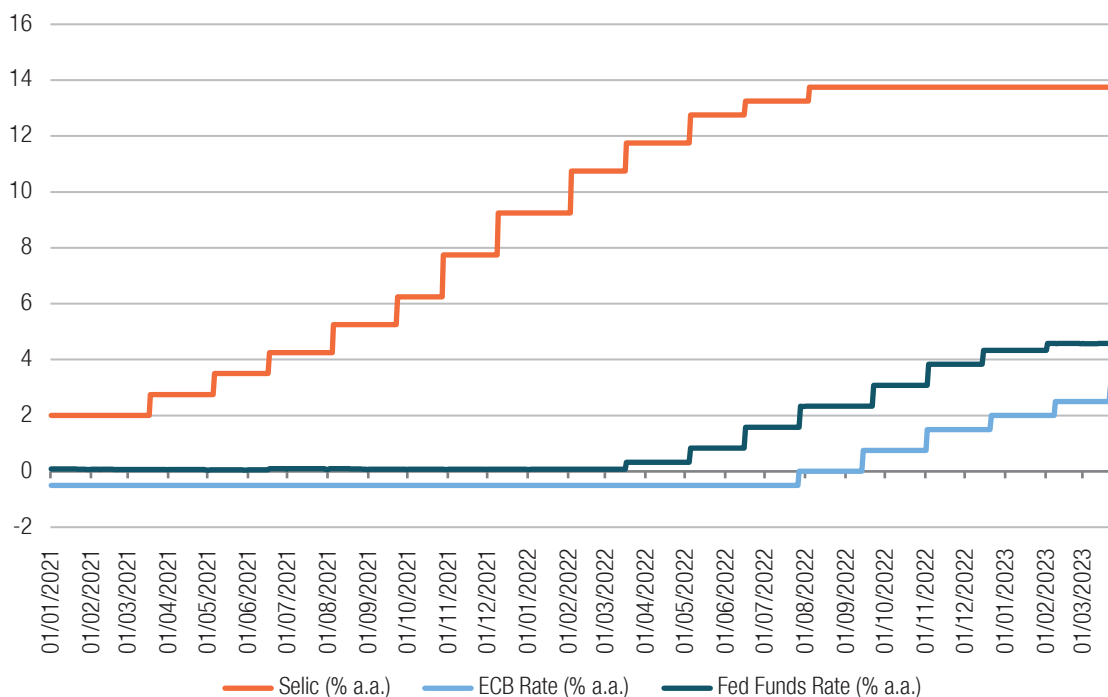
Algumas lições podem ser retidas da brevíssima análise realizada acima. A primeira é que a taxa de juros é muito mais do que o instrumento de controle da inflação. A pandemia gerou um movimento de expansão da liquidez, crucial para manter as unidades econômicas em modo de sobrevivência. Todavia, a reversão para a “normalidade” parece muito mais difícil do que encher a economia de dinheiro. Há que se notar que o movimento de alta das taxas de juros numa economia em marcha lenta por dificuldades de suprimento afeta de maneira heterogênea os setores.

Crises pontuais seriam normais na sequência de uma paralisação como a derivada da pandemia, mas quando elas se processam no coração do sistema, o campo financeiro, os riscos de grandes problemas se amplificam. É verdade que o Fed é uma instituição que se estabiliza por tomar decisões que conjuguem nível de atividade e inflação, mas nunca se esquece da gestão dos ativos.

Os elementos elencados acima permitem um olhar sobre a economia brasileira. A magnitude da mudança de patamar da taxa de juros brasileira, frente à americana, foi sabidamente mais elevada. Enquanto o Fed iniciou a subida de taxa de 0,25% a.a. até o atual patamar de 5%, o BCB fez saltar a taxa Selic de 2% para 13,75% (ver gráfico 1).

É evidente que o formato da mudança de patamar da nossa taxa de ju-

**Gráfico 1 Comparativo entre taxas básicas de juros entre Brasil, EUA e Eurozona**  
(entre 2021 e 2023)



Fontes: BCB e Fed. Elaboração própria.

ros está impactando expressivamente tanto as condições do nível de atividades quanto a situação financeira das empresas brasileiras. Do ponto de vista do crédito bancário, os mais impactados são os pequenos e médios negócios. No percurso da crise, o alargamento do crédito foi a única opção para enfrentar a retração do faturamento. No atual cenário, contudo, a receita não deslança devido ao baixo ritmo da atividade, em meio à expectativa de crescimento econômico de apenas 0,9% do Brasil em 2023. Com expressivos passivos bancários, muitos realizados para fazer frente ao enfrentamento do período da Covid, há risco real de quebradeira no segmento, propagando efeitos para o conjunto da economia.

Esse processo pode ser visto a partir das dívidas negativadas. É evidente o crescimento da inadimplência,

principalmente em empresas de médio porte e nas MPEs, como mostra o gráfico 2.

Para as grandes empresas, maior destaque merece ser dado ao mercado de capitais. Em meio à forte queda dos empréstimos do BNDES, nos últimos anos, as grandes empresas se voltaram para as captações via mercado de debêntures, inclusive aproveitando benefícios tributários e as condições mais favoráveis de juros. Contudo, se em 2021 a Selic estava em 2% a.a., rapidamente essa condição se alterou, alcançando 13,75% a.a. desde agosto de 2022.

Para piorar, problemas contábeis e financeiros enfrentados por grandes varejistas travaram o mercado de debêntures, afastando seus financiadores, inclusive os fundos de investimento, resultando em *spreads* ainda mais proibitivos ao financiamento

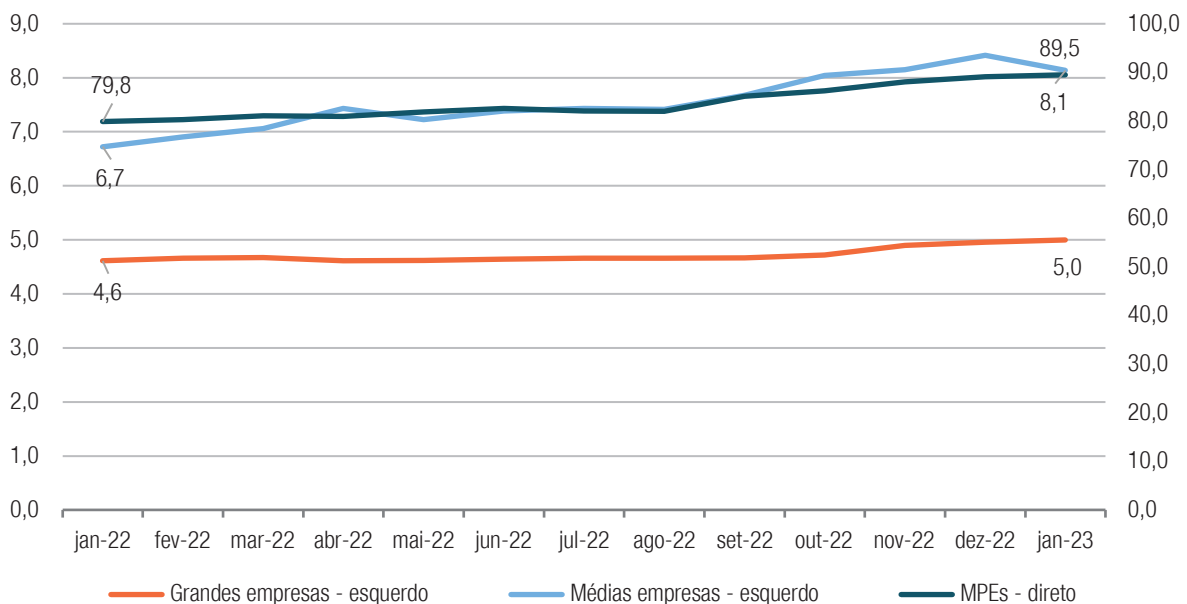
dos negócios, inclusive investimentos e rolagem de dívida. De fato, o momento é de emissões em volume restrito, muito impactado pelo sentimento de aversão a risco no mercado, como mostra o gráfico 3.

A grande questão é a sensibilidade do mercado, grandes dúvidas sobre a solvência e a contabilidade de empresas em convivência com uma taxa de juros real muito elevada como a atual. Logicamente, o caminho mais esperado é o da estagnação do nível de atividade e de provável quebra ou profunda debilidade de grandes empresas, que arrastam consigo toda uma cadeia de fornecedores. Não por menos, é cada vez mais comum manchetes jornalísticas informando novos pedidos de recuperação judicial envolvendo grandes grupos econômicos.

Voltemos agora a avaliar as funções da política econômica, notadamente

**Gráfico 2 Dívidas negativadas por porte de empresas entre janeiro de 2022 e janeiro de 2023**

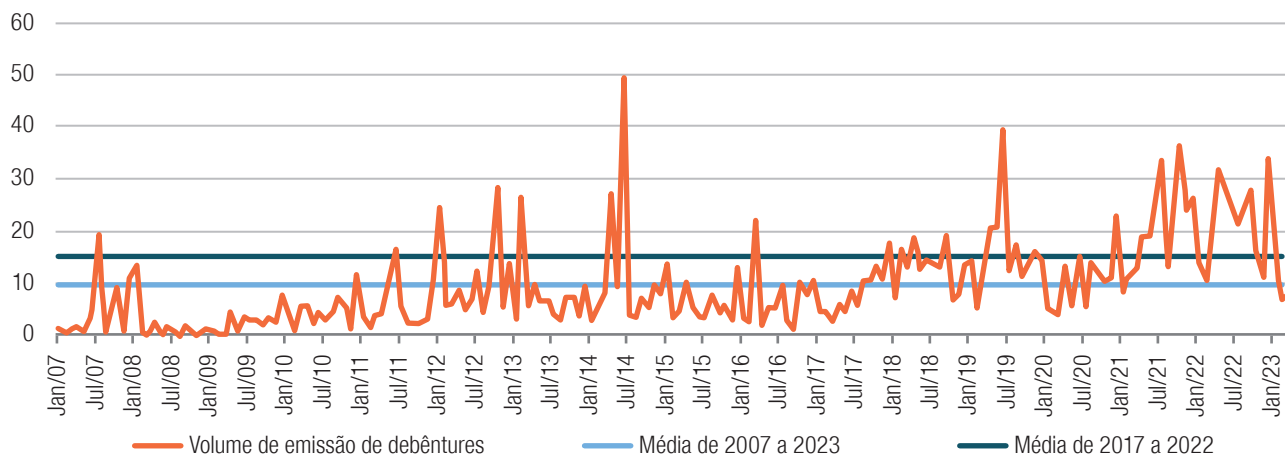
(em R\$ bilhões)



Fonte: Serasa Experian. Elaboração própria.

### Gráfico 3 Volume de emissões de debêntures entre 2007 e 2023

(em R\$ bilhões)



Fontes: Anbima e XP. Elaborado pela XP Research Renda Fixa.

da monetária e da fiscal. Nesta última, passamos por anos de desorganização fiscal. Primeiro foi a contabilidade criativa, depois uma invenção tupiniquim de teto de gastos, cujo grande feito foi estabelecer um cronograma de emendas constitucionais para transformar o teto em piso de gasto. Agora, à espera de um milagre de âncora fiscal que contente a todos o que, lógico, nunca ocorrerá.

No campo monetário, os problemas do país não são menores. Embora o Banco Central insista em sua última ata na manutenção ou elevação da taxa Selic frente à resiliência “da inflação de serviços e dos núcleos de inflação” é evidente que o processo inflacionário não tem sua explicação na demanda, até porque a economia está estagnada. Assim, dificilmente o objetivo do BCB será atingido por meio do manuseio do instrumento taxa de juros.

O tecido econômico foi duramente atingido. Já não se trata de gestão da taxa de juros para conduzir a inflação à meta. A questão decisiva é como os balanços das empresas reagem aos movimentos da taxa de juros. Nunca

é demais lembrar que encarecer passivos e deprimir fluxos de receita é uma combinação explosiva que chega ao mercado de capitais e ao sistema bancário com imenso potencial destrutivo. Pior, como todos têm a informação do exterior, do descalabro do monitoramento das instituições financeiras, não há razão para agentes racionais deixarem de descartar o risco de crises bancárias.

Neste contexto, ajuda as corporações não financeiras brasileiras, assim como as famílias, apresentarem grau de endividamento melhor do que economias emergentes e maduras, como mostra o gráfico 4. Será que esse fator está sendo considerado pelas autoridades monetárias quando tomam suas decisões?

A experiência internacional ensina ao Brasil que a crise de 2020-22 tem conteúdos muito mais profundos do que uma crise normal. Cabe à política econômica entender que há um rearranjo global da produção, que as cadeias produtivas e seus preços relativos ganharam novos contornos e que a difusão das novas tecnologias agora não

encontra barreiras, ainda mais com a crescente generalização do acesso a ferramentas de inteligência artificial.

Infelizmente, o Brasil vive um momento singular. A queda de braço entre o Executivo federal e o Banco Central está turvando a percepção da real necessidade de a autoridade monetária exercer sua reponsabilidade de autoridade financeira. Com uma crise externa latente e o país estagnado em meio a grandes vulnerabilidades financeiras dos agentes econômicos, cabe à autoridade monetária assumir a liderança do processo, o que deve custar muito menos, tanto em PIB e empregos, quanto em salvamentos pelo exercício do papel de prestador de última instância.

A decisão sobre a taxa de juros é algo obscura – para não dizer, obtusa. Diferente do regime fiscal, regulado por várias normas constitucionais e por mais de uma lei complementar, e ainda terá mais uma nova para tratar de sua sustentabilidade, o regime monetário sequer foi objeto de lei complementar (a que trata de mandato dos dirigentes do Banco Central não tem

esse alcance). Ora, se o Banco Central tem um mandato legal para controlar a moeda, tem optado por o fazer pela calibragem da taxa de juros, mas a mesma lei complementar também lhe atribui como objetivos (aparentemente ignorados no debate atual) de zelar pela eficiência do sistema financeiro, suavizar flutuações econômicas e fomentar pleno emprego. Passando do questionamento do cumprimento das competências institucionais para a prática, nos parece que a relação entre as expectativas de evolução de preços, da política fiscal e da taxa de juros soem pouco claras e consistentes. A começar, nem mesmo o modelo macroeconômico que deveria ancorar a fixação da taxa é de fácil conhecimento.

A gravidade da crise já faz com que este seja um ponto subalterno: não se trata mais de debater se e como a taxa

de juros conseguirá controlar os preços. A questão é como o BCB usará de seus instrumentos, taxa de juros à frente, para fazer a gestão financeira? Aos bancos centrais, então, cabe muito mais que administrar a inflação. Não há dúvida de que nas últimas décadas os bancos centrais se transformaram em grandes reguladores dos mercados de ativos, das estruturas de balanços e dos fluxos de capitais.

As responsabilidades estão postas. Ao governo cabe propor e ao Congresso aprovar um regime fiscal sustentável. Ao Banco Central cabe o exercício de sua responsabilidade na gestão da moeda e do sistema financeiro. Quando se terá um regime monetário que seja igualmente sustentável? Quando se voltará a ter autoridades econômicas nacionais e quando se voltará a discutir, formu-

lar e executar política macroeconômica, que também cabe ser igualmente sustentável? ■

<sup>1</sup>Talvez o custo do *hedge* seja uma explicação, mas, como a realidade mostrou, extremamente arriscada.

<sup>2</sup>STIGLITZ, J. *Another predictable bank failure*. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/predictable-silicon-valley-bank-collapse-by-joseph-e-stiglitz-2023-03>.

<sup>3</sup>LEPARMENTIER, A. *Le Monde*. *Failites bancaires: Wall Street toujours en crise*. Disponível em: <https://journal.lemonde.fr/data/2789/reader/reader.html?t=1679220853905#!preferred/0/package/2789/pub/3909/page/14/alb/161897>.

<sup>4</sup>GURA, D. *First Republic becomes the latest bank to be rescued, this time by its rivals*. Ver: <https://www.npr.org/2023/03/16/1163958533/first-republic-bank-silicon-valley-bank-signature-bank-bank-run>

<sup>5</sup>Também na Europa o sistema de fiscalização e regulação bancária mostram uma enorme crise de confiança. Ver: <https://www.bloomberglinea.com.br/2023/03/27/credit-suisse-crise-geracaca-as-bruxas-sobre-culpados-e-regulador-se-defende/>

<sup>6</sup>De acordo com Boletim Focus de 24 de março de 2023. Ver: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20230324.pdf>.

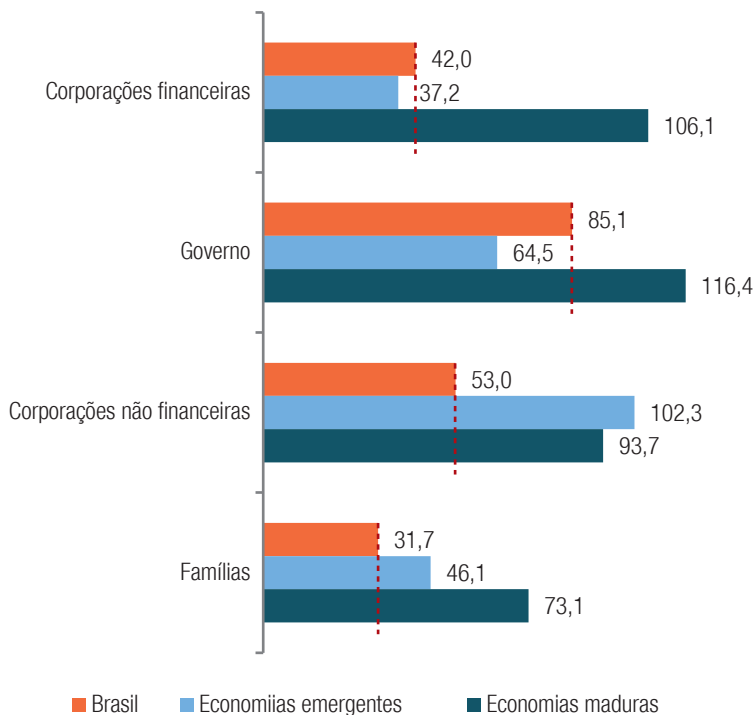
<sup>7</sup>BCB, Comitê de Política Monetária, 21 e 22 de março de 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascomopom>.

<sup>8</sup>Esperamos uma estagnação da economia brasileira em 2023, uma vez que a dinâmica inicial de melhora nos termos de troca devido aos preços mais altos das *commodities* está perdendo força. Ver: S&P Global Ratings, Disponível em: [https://www.spglobal.com/\\_assets/documents/ratings/pt/pdf/2023/2023-02-13-panoramacreditosetorescorporativoeinfraestruturadaamericatinalafundamentosmaisfracosdificuldadesfinanciamento.pdf](https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/pt/pdf/2023/2023-02-13-panoramacreditosetorescorporativoeinfraestruturadaamericatinalafundamentosmaisfracosdificuldadesfinanciamento.pdf).

<sup>9</sup>Especificamente sobre as responsabilidades do Banco Central, importante ver os questionamentos de Elida Graziane Pinto, no artigo Limites da ação discricionária do BC diante de omissões regulamentares, na *Conjur*, em 28/3/2023 – ver: <https://tinyurl.com/2eckb423>.

<sup>10</sup>O Brasil não é só um país em que algumas leis pegam e outras não, também o é aquele em que algumas leis são ignoradas, no todo ou em parte de seus trechos. Quantos que reclamam a favor da dita independência do Banco Central já leram o que determina a Lei Complementar nº 179, de 24/2/2021? Podem fazê-lo aqui: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp179.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm).

Gráfico 4 Dívida setorial ao final de 2022, em % do PIB



Fonte: IIF Global Debt Monitor Database. Elaboração própria.