

# BOLETIM FINDE

Edição de Jan/Abr de 2025, v. 6, n. 1. ISSN: 2675-7389



## Caminhos para um Novo Desenvolvimento

### AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Carmem Feijó - Conrado Krivochein - Julia Leal -  
Lorena Bastos de Holanda - Luiz Fernando de Paula -  
Nathália Gonçalves Ribeiro - Paulo Gonzaga Carvalho

[www.finde.uff.br](http://www.finde.uff.br) - [facebook.com/findeuff](https://facebook.com/findeuff)



**FINDE**  
GRUPO DE PESQUISA EM  
FINANCEIRIZAÇÃO E  
DESENVOLVIMENTO  
Universidade Federal Fluminense

---

*BOLETIM FINDE: v.6, n.1, 2025*

# Caminhos para um Novo Desenvolvimento

## Sumário

Apresentação .....	1
Informalidade e Transição Justa: O Caminho para o Trabalho Decente na América Latina e no Brasil .....	4
Nathália Gonçalves Ribeiro	1
Desafios e Alternativas Dos Bancos Centrais na Crise Climática, Ambiental e Social....	13
Lorena Bastos de Holanda	
Especulação cambial e redução de “policy space” .....	27
Luiz Fernando de Paula	
Uma análise temporal da internacionalização do renminbi .....	31
Julia Leal	
Cartas de John Maynard Keynes para a contabilidade nacional.....	48
Conrado Krivochein e Carmem Feijó	
Ainda Estou Aqui – Um filme que levanta questões e provoca debates.....	61
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	



## Apresentação

Carmem Feijó - Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

Fernanda Feil - Professora credenciada da UFF e pesquisadora do Finde/UFF

Adriano Vilela Sampaio - Professor da UFF e coordenador do Finde/UFF

O **16º Boletim FINDE**, intitulado *Caminhos para um Novo Desenvolvimento*, reúne seis artigos e uma resenha cinematográfica. Esta edição aprofunda o debate sobre os impasses e caminhos possíveis diante dos desafios econômicos, ambientais e sociais que marcam o cenário nacional e internacional. O boletim reafirma seu compromisso com uma análise crítica e interdisciplinar, reunindo contribuições de pesquisadoras e pesquisadores do FINDE/UFF e instituições parceiras, num esforço coletivo de compreender e intervir sobre as transformações do presente.

O texto de abertura, assinado por **Nathália Gonçalves Ribeiro**, trata da informalidade estrutural no mercado de trabalho latino-americano, e propõe o conceito de *transição justa* como eixo central para repensar o futuro do trabalho. A autora demonstra como a crise climática intensifica a vulnerabilidade dos trabalhadores informais e argumenta que uma resposta sustentável não pode excluir essa parcela majoritária da força de trabalho. O artigo também articula o debate econômico à heterogeneidade produtiva, à precarização histórica e à necessidade de investimentos públicos em empregos verdes, capacitação e inclusão produtiva. A transição justa, longe de ser um jargão, é apresentada como estratégia concreta para romper com o ciclo de exclusão que atravessa o desenvolvimento da região.

Já **Lorena Bastos de Holanda**, em seu artigo sobre os bancos centrais e a crise climática, destaca como os riscos ambientais se manifestam como riscos financeiros sistêmicos, capazes de desestabilizar profundamente o sistema financeiro global. A autora defende que os bancos centrais devem ampliar sua atuação para além do combate à inflação, assumindo uma função ativa na indução de investimentos sustentáveis e na regulação de atividades prejudiciais ao meio ambiente. O texto analisa iniciativas internacionais como a *Network for Greening the Financial System (NGFS)* e a *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)*, ao mesmo tempo em que aponta os limites do paradigma dominante – o Novo Consenso Macroeconômico – que dificulta respostas mais robustas. A autora argumenta que enfrentar a incerteza radical dos riscos



climáticos exige abandonar o receituário convencional e adotar novos instrumentos de intervenção.

No terceiro artigo, **Luiz Fernando de Paula** analisa a especulação cambial ocorrida no Brasil entre 2024 e 2025, quando o real passou por forte desvalorização. O autor contextualiza esse movimento como uma resposta dos mercados à agenda fiscal proposta pelo governo, evidenciando como a abertura da conta de capitais e a força do mercado de derivativos permitem que o sistema financeiro pressione o governo e limite sua autonomia de política econômica. O artigo denuncia o “cerco” imposto pela chamada *agenda do dinheiro*, cujos interesses são incompatíveis com uma agenda redistributiva. Ao mesmo tempo, ressalta a importância da política de acumulação de reservas cambiais iniciada nos anos 2000, que garantiu maior solidez ao governo frente a choques externos. O texto propõe repensar os mecanismos de governança cambial e aponta a necessidade de ampliar o espaço de política (“*policy space*”) diante das pressões do mercado.

O artigo de **Júlia Leal** traça uma análise temporal da internacionalização do renminbi (RMB), a moeda chinesa, com foco nas estratégias adotadas pela China desde o início dos anos 2000. A autora mostra que o processo de internacionalização da moeda ocorre de forma controlada e cautelosa, em contraste com as experiências ocidentais, e que há um paradoxo fundamental nesse percurso: a China busca ampliar o uso do RMB no exterior sem abrir totalmente sua conta de capitais nem liberalizar seu mercado cambial. O artigo discute as tensões entre controle estatal, estabilidade financeira doméstica e competição monetária global, além de periodizar as fases mais relevantes do avanço do RMB, da crise de 2008 à pandemia e ao conflito Rússia-Ucrânia. Em vez de um rompimento com o dólar, a China propõe uma forma alternativa de inserção monetária no cenário internacional, com implicações para o Sul Global e para o futuro do sistema monetário internacional.

Na sequência, **Conrado Krivochein** e **Carmem Feijó** resgatam uma dimensão pouco discutida do pensamento de Keynes: suas críticas às estimativas de renda nacional utilizadas no Reino Unido nos anos 1930 e 1940. A partir de documentos inéditos e cartas de Keynes, o artigo mostra como Keynes se opunha à utilização de indicadores puramente reais e alertava para a centralidade da moeda, da incerteza e dos fluxos nominais na teoria econômica. A crítica de Keynes à padronização excessiva da contabilidade nacional antecipa muitos dos limites do atual *System of National Accounts (SNA)*, cuja revisão está prevista para 2025. Os autores propõem que a perspectiva keynesiana pode inspirar uma nova abordagem das contas públicas, mais sensível ao papel do Estado e às dinâmicas macroeconômicas reais. O texto também



analisa a influência de Keynes sobre o trabalho de Erwin Rothbarth e Richard Stone, destacando as disputas conceituais que marcaram a origem das estatísticas econômicas modernas.

Fechando o boletim, **Paulo Gonzaga M. de Carvalho** assina uma resenha crítica sobre o filme *Ainda Estou Aqui*, de Walter Salles. O artigo reflete sobre o impacto social da obra, que ultrapassou os limites do cinema e se transformou em símbolo de luta pela memória, justiça e revisão da Lei da Anistia. O autor compara o sucesso de público do filme com as pretensões do Cinema Novo, destacando que *Ainda Estou Aqui* atingiu as massas e provocou mobilizações políticas em diversas partes do país. O filme é analisado como dispositivo de disputa narrativa, capaz de sensibilizar diferentes públicos e fortalecer a cultura democrática em tempos de negacionismo histórico. A resenha articula estética, política e memória em um texto que mostra como a arte pode ser ferramenta de transformação social.

Com esta edição, o **Boletim FINDE** segue em seu propósito de contribuir para o debate público com base em pesquisa, análise crítica e compromisso social. Ao reunir temas urgentes como informalidade, crise climática, especulação financeira, soberania monetária e reconstrução institucional, o boletim amplia o horizonte de reflexão sobre os rumos do Brasil e do mundo. Em tempos de múltiplas transições – ecológicas, políticas e econômicas – pensar alternativas é mais que necessário: é inadiável.



## Informalidade e Transição Justa: O Caminho para o Trabalho Decente na América Latina e no Brasil

Nathália Gonçalves Ribeiro – Mestra pela UFF e pesquisadora do Finde/UFF

A informalidade no mercado de trabalho é um fenômeno estrutural na América Latina, com o Brasil se destacando nesse contexto. De forma contundente, esse cenário resulta nas desigualdades históricas e econômicas da região, que se tornam ainda mais evidentes diante dos desafios impostos pela crise ambiental e climática. Trabalhadores informais, que representam uma parcela considerável da força de trabalho, não enfrentam unicamente a precariedade das condições de trabalho e renda, mas também uma vulnerabilidade crescente aos impactos ambientais, como inundações, poluição e eventos climáticos extremos.

Essa realidade é agravada pela coexistência de setores produtivos de alta e baixa produtividade, um reflexo da heterogeneidade estrutural da economia, que perpetua o ciclo de exclusão social e econômica. Isso, por sua vez, torna ainda mais difícil a mobilidade social, criando um ambiente de desigualdade e estagnação. No entanto, surge uma alternativa para romper esse ciclo: o conceito de transição justa. Esse movimento visa alinhar as mudanças no modelo produtivo a uma economia mais sustentável e inclusiva, sendo uma concepção importante para a situação da informalidade, dado que busca garantir que os trabalhadores não sejam deixados para trás nesse processo de transformação.

Para que essa transformação do mercado de trabalho seja efetiva, é essencial uma articulação entre políticas públicas, investimentos em capacitação e a criação de oportunidades em setores ecológicos, como os chamados empregos verdes. Este artigo, então, se dedica a explorar as dinâmicas da informalidade no Brasil e na América Latina, mostrando como a transição justa pode abrir caminho para uma economia mais equilibrada e sustentável, onde todos têm a chance de prosperar.

### A heterogeneidade estrutural e os desafios ambientais

Em meio ao agravamento da crise ambiental e climática, os trabalhadores informais possuem uma vulnerabilidade adicional, tendo em vista que, além da instabilidade econômica, lidam com a falta de proteção diante dos impactos ambientais. O “Documento de Posicionamento Global das Organizações de Pessoas Trabalhadoras na Economia Informal”, publicado pela WIEGO (2023) para a 111ª Sessão da Conferência Internacional do Trabalho (CIT), irá destacar que a transição para uma economia



sustentável deve ser inclusiva e assegurar que os trabalhadores informais, que assumem 61% da força de trabalho global, não sejam marginalizados nesse processo. A vulnerabilidade tratada, sendo assim, se potencializa devido aos fenômenos como ondas de calor extremas, inundações, poluição e perda de biodiversidade, no qual tendem a abalar suas condições de trabalho e renda, dado que muitos desses trabalhadores utilizam espaços públicos ou suas próprias residências como locais de trabalho, onde contam com pouca infraestrutura, ocasionando em uma exposição a riscos ambientais iminentes (WIEGO, 2023).

Na América Latina, em particular no Brasil, a informalidade é uma realidade que sinaliza os problemas estruturais fixados no âmbito histórico e econômico da região. Desse modo, esse fenômeno pode ser abordado a partir da noção de heterogeneidade estrutural, que foi desenvolvida pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) e qualifica-se enquanto um conceito que irá descrever a coexistência de setores produtivos com graus bastante distintos de produtividade dentro de uma mesma economia (CEPAL, 1998). Aqui, ao passo que os setores modernos acarretam uma eficiência maior e estão vinculados às cadeias globais de valor, por outro lado, os setores mais tradicionais tendem a operar com pouca produtividade, resultando em empregos de qualidade precária. Tal disparidade, assim sendo, além de reverberar as desigualdades socioeconômicas, acaba atrapalhando a mobilidade social dos trabalhadores que, sem acesso a oportunidades formais, permanecem presos em ciclos de baixa renda e precarização intensa no mercado de trabalho.

Para mais, outros eventos reforçam a problemática da informalidade. Inicialmente, no âmbito internacional, as economias latino-americanas, devido à sua dependência histórica das exportações de produtos primários, como *commodities*, acabam se incorporando com mais facilidade às economias industrializadas do que entre si. Então, apesar de exportarem matérias-primas para os países desenvolvidos, em grande parte das vezes não voltavam para a economia regional, o que impede o fortalecimento conjunto das economias na região.

Apesar das diferenças observadas nas taxas de crescimento do comércio de exportação durante 1971 e 1972, persistem algumas características desfavoráveis: (i) descontinuidade e insuficiência das taxas de crescimento em relação às exibidas pelo comércio mundial; e (ii) alta dependência das exportações de produtos primários na maioria dos países da região, o que os torna excessivamente vulneráveis às oscilações dos mercados externos. Por isso, destaca-se a urgência de instrumentar adequadamente as diversas medidas de política de comércio incluídas na EID (Estratégia Internacional de Desenvolvimento), assim como as medidas tendentes a



reduzir o alto grau de dependência dos produtos primários, através de recursos como a diversificação das exportações (CEPAL, 1998, p.669).

Além disso, a industrialização tardia no Brasil, que foi alimentada pelo modelo de substituição de importações, visava reduzir a dependência de bens manufaturados importados. No entanto, esse processo ocorreu em uma economia caracterizada pela distância existente entre setores modernos e os setores mais tradicionais. Somando-se a isso, nos anos 1990, a abertura econômica favoreceu as grandes empresas avançadas tecnologicamente, ao passo que as pequenas empresas foram desconsideradas, como apontado por Rocha (2003). Com esses acontecimentos, há uma fragmentação econômica, ressaltando diversos impactos negativos no mercado de trabalho, como a precarização dos empregos e a concentração de trabalhadores em setores de baixa produtividade.

Camelo (2019) esclarece que as políticas industriais para o setor automobilístico resultaram em um considerável crescimento econômico, como por exemplo, ao final da década de 1960, que o Brasil já produzia mais de 60 mil veículos anuais, tendo forte concentração no estado de São Paulo; contudo, nesse processo, aumentaram as divergências regionais e setoriais, excluindo grandes parcelas da população. Já Costa (2010, p.171) evidencia que “a abertura econômica e as privatizações pressionaram o processo de reestruturação produtiva sistêmica, sobretudo no setor secundário, de modo a afetar não apenas o nível do emprego, mas também a sua qualidade, com a flexibilização dos vínculos e dos regimes de trabalho.”

Com o desemprego em massa, a década de 1990 presenciou a eliminação de cerca de 3,3 milhões de postos de trabalho formais na economia (Mattoso, 1999), coadunada às diversas experiências de subcontratação (crescimento das pequenas firmas com baixo nível de capitalização, trabalho autônomo, cooperativas de fachada), que foram fatores decisivos no fenômeno da desestruturação do mercado de trabalho e da ampliação da informalidade no país (COSTA, 2010, p.171-172).

Em virtude da potente industrialização ocorrida nas décadas de 1960 e 1970, no traço do tempo manifesta-se uma urbanização acelerada, fabricando cidades brasileiras atravessadas por contradições. Nesse sentido, o êxodo rural, impulsionado pela mecanização dos trabalhos e pela concentração de terras, lançou milhares de pessoas às cidades em busca de oportunidades. Tokman (2007) detalhou como a informalidade se expandiu à medida que o setor formal não conseguiu absorver os trabalhadores migrantes ou urbanos recém-chegados ao mercado de trabalho, alargando os setores de serviços precários, microempreendimentos e trabalho independente.



Diante desse contexto, cabe definir a noção de desenvolvimento sustentável no Brasil, para, dessa maneira, classificar seus objetivos. No contexto brasileiro, o conceito de desenvolvimento sustentável abarca as áreas econômica, ambiental, social e institucional (Gutierrez, 2013). Primeiramente, de acordo com o IBGE (2012), citado por Gutierrez, o desenvolvimento sustentável é um processo de transformação que busca equilibrar a utilização dos recursos naturais, os investimentos feitos, o desenvolvimento tecnológico e as mudanças nas instituições. Assim, o objetivo é garantir que o presente e o futuro possam atender às necessidades e desejos das gerações atuais e futuras, sem prejudicar a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades. Para que o Brasil avance nessa direção, será necessário um esforço conjunto entre o governo, empresas e sociedade civil, com o objetivo de reduzir a informalidade e garantir que o crescimento econômico seja acompanhado por maior equidade no acesso ao trabalho.

7

### **Do trabalho precarizado ao emprego verde: uma transição justa para o Brasil**

A transição justa surge como um conceito essencial para guiar as mudanças produtivas em direção a um modelo econômico que seja mais sustentável, sem ampliar desigualdades sociais. Inicialmente formulado pelo movimento trabalhista norte-americano na década de 1970, esse termo foi ganhando projeção internacional após os anos 2000, sendo hoje um princípio norteador para políticas públicas voltadas à transição energética (DIEESE, 2021). No coração do seu objetivo está a defesa de que a transformação do setor produtivo leve em consideração as dimensões econômica, social e ambiental, de modo a promover novos empregos sustentáveis, crescimento econômico e redução das desigualdades.

Quando abordamos o conceito de transição justa no Brasil, é necessário que haja um olhar atento sobre as complexas dinâmicas do mercado de trabalho, com vistas à informalidade, que é uma marca da estrutura produtiva nacional. O fenômeno em questão não se qualifica somente como um desvio temporário das normas econômicas, porque atua como reflexo das desigualdades persistentes que moldam as relações de trabalho e tendem a limitar o acesso a condições dignas de emprego. Como apontado pela CEPAL (1998), a informalidade está conectada à heterogeneidade estrutural da economia brasileira.

É importante evidenciar que o Brasil tem potencial para ser uma matriz 100% renovável, desde que haja investimentos contínuos. Nesse sentido, torna-se interessante trazer à luz a concepção de empregos verdes e de trabalho decente, a fim de refletir sobre a problemática do mercado informal brasileiro diante da potencialização da crise ambiental contemporânea. Primeiramente, o conceito de



emprego verde “resume a transformação das economias, das empresas, dos ambientes de trabalho e dos mercados laborais em direção a uma economia sustentável que proporcione um trabalho decente com baixo consumo de carbono” (Muçouçah, 2009, p.11). Essa categoria de emprego podem estar presentes em setores como energias renováveis (como solar e eólica), eficiência energética, gestão de resíduos, agricultura sustentável, conservação da biodiversidade e reabilitação ambiental, com o intuito complementar de contribuir para o desenvolvimento econômico e social, de maneira a criar chances de trabalho para populações que mais necessitam. Nos países em desenvolvimento, existem muitos exemplos que demonstram o potencial para criar empregos verdes, ainda que os projetos estejam em pequena escala. Todavia, quando se olha para setores como energias renováveis, observa-se que metade dos empregos verdes registrados estão em países em desenvolvimento.

Os empregos verdes existentes e relatados tendem a se concentrar em alguns países e regiões. Isso, no entanto, é um reflexo da adoção de políticas proativas e dos padrões correntes de investimentos e não um resultado inerente ao conceito. Há diversos exemplos de casos e projetos piloto que revelam o espaço e o potencial para a criação de empregos verdes nos países em desenvolvimento, ainda que, até o presente momento, apenas em uma escala limitada. Em setores com maior disponibilidade de dados, como o das energias renováveis, metade dos empregos relatados encontra-se nos países em desenvolvimento. Os empregos verdes em economias emergentes e países em desenvolvimento oferecem oportunidades para gerentes, cientistas e técnicos, mas beneficiam, principalmente, uma parcela significativa da população que mais necessita deles: jovens, mulheres, agricultores, populações rurais e moradores de favelas (PNUMA, 2008, p.14).

Outro ponto ressaltado é que a crise ambiental e climática impõe desafios severos aos trabalhadores informais, como destacado na seção anterior por WIEGO (2023). Mas, um paradoxo importante a ser ressaltado é que os trabalhadores informais, embora vítimas da crise ambiental, também têm uma função ativa na mitigação de seus impactos. Sendo assim, torna-se essencial a formulação de estratégias que garantam sua inclusão em um modelo de desenvolvimento sustentável. Nesse cenário, o conceito de trabalho decente, estabelecido pela Organização Internacional do Trabalho (OIT) ressalta aparatos consideráveis para o caso da informalidade no Brasil em meio à potencialização da crise ambiental contemporânea. Em 1999, a OIT introduziu oficialmente o conceito de trabalho decente como uma expressão de sua missão no fomento de que homens e mulheres tenham acesso a empregos produtivos e de qualidade, usufruindo de condições básicas, que assegurem liberdade, igualdade, segurança e dignidade. O trabalho decente representa a convergência dos quatro



objetivos principais da OIT: o respeito aos direitos trabalhistas, a promoção do emprego, a ampliação da proteção social e o fortalecimento do diálogo social. Além disso, é essencial para combater a pobreza, reduzir as desigualdades sociais, promover a governança democrática e alcançar o desenvolvimento sustentável, conforme OIT (2012).

Os catadores de materiais recicláveis, por exemplo, são fundamentais para a economia circular ao reduzirem o volume de resíduos sólidos destinados a aterros e propiciarem a reutilização de recursos naturais. Dessa forma, esse setor se conecta à concepção de empregos verdes, definidos pelo relatório do PNUMA (2008) como atividades que minimizam os impactos ambientais das empresas e setores econômicos, tornando-os mais sustentáveis no longo prazo. Para que um emprego seja realmente verde, é basilar que contribua para a redução das emissões de gases de efeito estufa, diminua os desperdícios e a poluição, agindo na proteção dos ecossistemas e promovendo melhores condições de trabalho e justiça social (PNUMA, 2008). Entretanto, embora a reciclagem já empregue milhões de pessoas globalmente, no Brasil estima-se que cerca de 500 mil trabalhadores atuem nesse setor, muitos em condições precárias. Apesar de sua importância para a sustentabilidade, a reciclagem ainda envolve processos poluentes e perigosos, expondo os trabalhadores a riscos ocupacionais. Muitos catadores costumam trabalhar sem equipamentos de razoável proteção, sem direitos garantidos e em condições insalubres, tornando urgente a formalização do setor para assegurar segurança, melhores condições laborais e remuneração justa, como propõe a concepção de trabalho decente da Organização Internacional do Trabalho.

Muitos empregos atuais no setor da reciclagem, por exemplo, recuperam matéria-prima e, portanto, ajudam a aliviar a pressão sobre os recursos naturais. No entanto, envolvem processos muitas vezes poluentes, perigosos e difíceis, causando danos significativos ao meio ambiente e à saúde humana. Os empregos neste setor tendem a ser precários e de baixa renda. Para que os empregos verdes sejam uma ponte para um futuro realmente sustentável, essas questões devem ser resolvidas (PNUMA, 2008, p.5).

Assim, essa mudança deve incluir qualificação profissional e desenvolvimento local, permitindo a realocação dos trabalhadores em setores ecológicos, com a garantia de que, além de mitigar danos ambientais, a transição energética também possa gerar empregos de qualidade e melhorar as condições de vida das comunidades afetadas (DIEESE, 2021). Como destacam McCauley e Heffron (2018), a transição justa deve ser uma estratégia concreta de inclusão social e geração de empregos dignos.



### Considerações finais

As reflexões apresentadas ao longo deste artigo destacam a urgência de repensarmos o papel da informalidade no mercado de trabalho da América Latina, com um olhar especial para o Brasil, e as consequências desse fenômeno para o futuro das relações laborais em um contexto de crise ambiental. A informalidade, longe de ser um desvio passageiro ou acidental, é uma característica estrutural que evidencia desigualdades entre os setores produtivos da região, reforçadas pela heterogeneidade estrutural da economia. Trabalhadores informais, muitas vezes marginalizados, precisam lidar não apenas com a precarização das condições de trabalho, mas também estão cada vez mais vulneráveis aos impactos das mudanças climáticas, o que tende a corresponder a uma fragilidade adicional.

10

Nesse cenário, o conceito de transição justa surge como uma resposta à crise sistêmica que se desenha, com sua proposta indo além da simples formalização do emprego, porém contendo o objetivo de criar um caminho inclusivo para os trabalhadores em uma nova economia, mais sustentável e equitativa. Ao promover a criação de empregos verdes, a transição não só pode mitigar os danos ambientais, como também abrir novas oportunidades de trabalho, com qualidade e direitos assegurados, para aqueles que mais necessitam. No entanto, para que essa transformação aconteça de forma efetiva, é necessário um esforço conjunto entre governos, empresas e a sociedade civil, onde investimentos são fundamentais para que os trabalhadores possam ser absorvidos em setores que incentivem a sustentabilidade ambiental e o desenvolvimento econômico.

Por fim, ao olhar para o futuro, é imprescindível que o Brasil e outros países latino-americanos avancem na implementação de políticas que incorporem a sustentabilidade ambiental com a inclusão social. Apenas com um modelo de desenvolvimento que reduza a informalidade e assegure condições decentes de trabalho será possível alcançar uma transição justa de fato.

### Referências Bibliográficas

CAMELO, Ana Karla Gomes. Políticas industriais no Brasil: uma análise do setor automobilístico. Anais da Jornada Internacional de Políticas Públicas, São Luís: Universidade Federal do Maranhão, 2019. Disponível em: <https://www.joinpp.ufma.br/jornadas/joinpp2019/images/trabalhos/679.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2024.

CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE. Cinquenta anos de pensamento na CEPAL. Santiago: Nações Unidas, 1998.



COSTA, Márcia da Silva. Trabalho informal: um problema estrutural básico no Brasil. Caderno CRH, Salvador, v. 58, p. 171-190, jan./abr. 2010. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ccrh/a/yj6WzVDLPLscCtPjYVF7BHh/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 10 set. 2024.

DIEESE – DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. Transição justa e trabalho decente: desafios para o Brasil. Nota Técnica, n. 263, 2021. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2021/notaTec263transicaoJusta.pdf>. Acesso em: 09 jan. 2025.

GUTIERREZ, Maria Bernadete Sarmiento. O desenvolvimento sustentável: a necessidade de um marco de governança adequado. Boletim de Análise Político-Institucional, n. 4, p. 27-32, out. 2013. Disponível em: [https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5919/1/BAPI\\_n04\\_p27-32\\_RD\\_Desenvolvimento-sustentavel\\_Diest\\_2013-out.pdf](https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5919/1/BAPI_n04_p27-32_RD_Desenvolvimento-sustentavel_Diest_2013-out.pdf). Acesso em: 09 jan. 2025.

MATTOSO, Jorge. A desordem do trabalho. São Paulo: Scritta, 1996.

MUÇOUÇAH, Paulo Sérgio. Empregos verdes no Brasil: quantos são, onde estão e como evoluirão nos próximos anos. Organização Internacional do Trabalho, Brasil, 2009. Disponível em: [https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/%40americas/%40rolima/%40ilo-brasilia/documents/publication/wcms\\_229625.pdf](https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/%40americas/%40rolima/%40ilo-brasilia/documents/publication/wcms_229625.pdf). Acesso em: 10 mar. 2025.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO (OIT). Perfil do trabalho decente no Brasil: um olhar sobre as Unidades da Federação. Brasília: OIT, 2012. Disponível em: [https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@americas/@rolima/@ilo-brasilia/documents/publication/wcms\\_234424.pdf](https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@americas/@rolima/@ilo-brasilia/documents/publication/wcms_234424.pdf). Acesso em: 20 mar. 2025.

PNUMA; OIT; OIE; CSI. Empregos verdes: trabalho decente em um mundo sustentável e com baixas emissões de carbono. Nairobi: Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente, 2008. Disponível em: [https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@americas/@rolima/@ilo-brasilia/documents/publication/wcms\\_229627.pdf](https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@americas/@rolima/@ilo-brasilia/documents/publication/wcms_229627.pdf). Acesso em: 11 jan. 2025.

ROCHA, Frederico. Heterogeneidade estrutural, composição setorial e tamanho de empresa nos anos 1990. Disponível em:



<https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/567/FredericoRocha.pdf>.

Acesso em: 11 jan. 2025.

TOKMAN, Víctor E. Informalidad, inseguridad y cohesión social en América Latina.

Santiago: CEPAL, 2007. Disponível em: <https://digitallibrary.un.org/record/600869>.

Acesso em: 20 nov. 2024.

WIEGO – Women in Informal Employment: Globalizing and Organizing. Documento de posicionamento global das organizações de pessoas trabalhadoras na economia informal: 111ª Sessão da CIT. Disponível em: <https://www.wiego.org/wp-content/uploads/2023/05/Documento%20de%20posicionamento%20global%20das%20organiza%C3%A7%C3%B5es%20de%20pessoas%20trabalhadoras%20na%20economia%20informal%20111a%20Sess%C3%A3o%20da%20CIT.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2025.



## **Desafios e Alternativas dos Bancos Centrais na Crise Climática, Ambiental e Social<sup>1</sup>**

Lorena Bastos de Holanda – Doutoranda em Economia na UFRJ e pesquisadora do  
Finde/UFF

A crise climática, ambiental e social trará consequências graves para o sistema financeiro devido à complexa relação entre seus componentes e ao seu caráter global. Os riscos financeiros relacionados à ocorrência de eventos extremos (e seus desdobramentos econômicos e sociais) se materializam não somente em grandes perdas financeiras, mas também em uma série de alterações na própria dinâmica do sistema financeiro, que são causadas por alterações em preços relativos, em quebras de setores econômicos inteiros e, principalmente, no aumento generalizado da incerteza. Por isso, a crise climática, ambiental e social é capaz de desencadear uma crise financeira sistêmica e sem precedentes.

Neste cenário, a atuação dos bancos centrais é extremamente importante, tanto para preservar a funcionalidade do sistema financeiro, mitigando os efeitos da incerteza e tornando-o mais resiliente a crises com o uso de mecanismos de supervisão e regulação, quanto para redirecionar e induzir investimentos para projetos sustentáveis, desencorajando setores prejudiciais ao clima e meio ambiente, utilizando também os instrumentos de política monetária. Ou seja, os bancos centrais podem cumprir objetivos além da manutenção da taxa de inflação e da regulação microprudencial, buscando uma intervenção mais ativa, que tenha como objetivo a mitigação dos efeitos da crise climática, ambiental e social no bem-estar e na saúde humana.

Entretanto, as principais abordagens alternativas de intervenção dos bancos centrais, voltadas para o enfrentamento desta crise, não são possíveis nos cenários em que o paradigma convencional, baseado no Novo Consenso Macroeconômico, é predominante. Assim, o objetivo deste artigo é apresentar um panorama geral de alguns dos instrumentos alternativos de intervenção dos bancos centrais, enfatizando algumas das contradições envolvendo o Novo Consenso Macroeconômico.

---

<sup>1</sup> Este artigo baseia-se na dissertação de mestrado da autora, intitulada “Bancos Centrais para uma Transição Verde Sustentável: o caso do Banco Central do Brasil”, defendida no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense, em janeiro de 2025.



## Aspectos da crise climática, ambiental e social no sistema financeiro: financiamento, incerteza e instabilidade

O enfrentamento da crise climática, ambiental e social<sup>2</sup> requer uma ação global, coordenada e cooperativa, que promova a transição verde sustentável<sup>3</sup> (Feil, Feijó e Horn, no prelo). Para isso, é preciso levantar e direcionar um montante muito alto de investimentos, levando em consideração, principalmente, a justiça social. Assim, um dos principais objetivos do sistema financeiro deve ser reordenar os fluxos do capital financeiro existente, possibilitando projetos verdes ao passo em que desestimula e descontinua atividades e setores marrons – o que também implica em grandes perdas financeiras (Chenet, 2019).

A título de ilustração, para o cumprimento das metas do Acordo de Paris estima-se que será necessário investir no nível global US\$ 900 bilhões até 2030 para modernização do setor de energia e mais US\$ 1,7 trilhão anuais em tecnologias de baixo carbono no setor de consumo final (World Economic Forum, 2023). No mesmo sentido, o Painel Intergovernamental sobre Mudanças Climáticas (IPCC, 2023) projeta necessidade de US\$ 1,6 trilhão a US\$ 3,8 trilhões por ano até 2050, para que o mundo faça a transição para a neutralidade de carbono.

Entretanto, o desafio do redirecionamento dos fluxos financeiros se intensifica diante dos efeitos da incerteza no sistema financeiro, ampliada pela complexidade dos **riscos financeiros relacionados à natureza**. Estes riscos são decorrentes, principalmente, de dois tipos de riscos climáticos e ambientais: os riscos físicos e os riscos de transição. Os **riscos físicos** estão associados a eventos extremos que causam danos a propriedades, destroem plantações, moradias, etc. e que afetam o comércio de bens e serviços, causando perdas econômicas e financeiras. Por outro lado, os **riscos de transição** decorrem das tentativas de mitigação e adaptação às mudanças no clima e no meio ambiente, como as taxações de emissão de carbono, a descontinuidade de indústrias marrons e as regulamentações sobre a extração de recursos naturais (Carney, 2015; Schneider et al, 2021).

---

<sup>2</sup> Considera-se que a crise do contexto atual é tripla. Os efeitos das mudanças no clima estão diretamente relacionados com as alterações em biomas e em ecossistemas – todos causados pela ação dos seres humanos que, por sua vez, se colocam em risco de vida, mas também de maneira desigual.

<sup>3</sup> A transição verde sustentável é o processo de mudança estrutural dos modelos econômicos e sociais atuais para sistemas que são ambientalmente sustentáveis, socialmente inclusivos e economicamente viáveis. Essa transição envolve a adoção de novas tecnologias, práticas sustentáveis de produção e consumo, e políticas que promovem a proteção ambiental, ao mesmo tempo em que garantem o desenvolvimento econômico e a equidade social (Feil, Feijó, Horn, no prelo).



A multiplicidade de efeitos desencadeados pelos riscos físicos e de transição (que chamaremos, genericamente, de riscos climáticos e ambientais) se materializam em riscos financeiros através dos tradicionais, como os riscos de crédito, risco de mercado, riscos de seguro, etc. Ou seja, os riscos climáticos e ambientais se materializam no que a literatura classifica como riscos financeiros relacionados à natureza<sup>4</sup> (Kedward, Ryan-Collins e Chenet, 2020; NGFS, 2023).

Os riscos financeiros relacionados à natureza, por sua vez, são endógenos ao sistema financeiro e dotados de incerteza radical, mostrando-se incompatíveis com modelos convencionais de análises de riscos, baseadas em dados do passado. Isto impossibilita a integração precisa destes riscos no sistema de preços relativos do mercado financeiro, além de dificultar o planejamento de políticas econômicas convencionais e os processos de tomada de decisão dos agentes públicos e privados – nos quais se incluem os bancos centrais. Desta maneira, os riscos financeiros relacionados à natureza são capazes de desencadear uma crise sistêmica sem precedentes no sistema financeiro (Bolton et al 2020; Chenet, Ryan-Collins e Van Lerven, 2019).

Ciente do aumento da incerteza no sistema financeiro e das consequências futuras da crise climática, ambiental e social, o Conselho de Estabilidade Financeira criou a *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD), em 2017, com o objetivo de ajudar o mercado financeiro a analisar os riscos financeiros relacionados *ao clima* e de promover a divulgação voluntária de informações comparáveis (e padronizadas) entre setores, elaborando recomendações aplicáveis a todas as companhias capazes de levantar capital. As principais recomendações da TCFD incluíam: a divulgação de acordos de governança e de gerenciamento de riscos; o estabelecimento de métricas consistentes e comparáveis entre setores (além das específicas para os setores de alta emissão) e; o uso de análises de cenários futuros para considerar os impactos dos riscos e oportunidades da transição para economias de baixo carbono nas estratégias e planejamentos financeiros (TCFD, 2017; Carney, 2018).

Pouco tempo após a criação da TCFD, bancos centrais e supervisores financeiros formaram a *Network for Greening the Financial System* (NGFS), com o objetivo de compartilhar códigos de boas práticas, contribuir com o gerenciamento de riscos

---

<sup>4</sup> Cabe ressaltar que os riscos financeiros relacionados à natureza envolvem tanto as questões climáticas quanto às ambientais, que têm aspectos e soluções complementares, porém diferentes. As questões climáticas, em geral, têm sido amplamente abordadas na literatura econômica há mais tempo e possuem acordos, metas e dados disponíveis mais consolidadas do que as questões voltadas para a perda de biodiversidade (Kedward, Ryan-Collins e Chenet, 2020; NGFS, 2023). Por isso, é comum encontrar trabalhos que enfatizem apenas os riscos financeiros relacionados ao clima, especialmente os precursores (Carney, 2015; Batten, Sowerbutts e Tanaka, 2016).



climáticos e fomentar o suporte do setor financeiro à transição para economias de baixa emissão de carbono. Desde então, a NGFS trabalha no desenvolvimento metodologias alternativas de análise de riscos financeiros, em especial com o uso de testes de estresse climático e estimativas de cenários futuros, considerando todas as especificidades dos riscos financeiros relacionados à natureza, para aprimorar os mecanismos de supervisão e regulação dos bancos centrais e demais supervisores do sistema financeiro (NGFS, 2018; NGFS, 2023).

Estas ações internacionais, para a melhoria da qualidade e da divulgação de informações, têm como objetivo principal reduzir a “assimetria de informações” e aperfeiçoar o processo de tomada de decisão dos investidores, partindo da premissa de que o mercado reordenaria voluntariamente os recursos em direção a atividades e projetos verdes (Batten, Sowerbutts e Tanaka, 2016). Além disso, tais iniciativas partem do princípio que a incerteza radical sobre os riscos financeiros pode ser superada com o desenvolvimento de metodologias mais eficazes de análise, a partir de testes de estresse e estimativa de cenários futuros cada vez mais avançados (NGFS, 2023; Campiglio et al, 2018).

Porém, o sistema financeiro privado prioriza investimentos de retornos de curto-prazo e com baixo risco, de maneira que os setores verdes, por serem setores novos e com menos informação sobre eles, se tornam menos atrativos – independentemente das informações adequadas sobre a crise. A conscientização crescente a respeito da crise climática e ambiental não tem impedido que os investimentos em atividades e setores marrons, mais estabelecidos, sigam aumentando, posto que a lucratividade destes investimentos ainda é bastante alta (Christophers, 2019). Ademais, as metodologias alternativas de análise de riscos financeiros não serão eficientes para prover certezas científicas, isto é, dados probabilísticos precisos. Consequentemente, estas metodologias não serão capazes de orientar efetivamente a supervisão e a regulação dos riscos financeiros relacionados à natureza – simplesmente porque não é possível o cálculo probabilístico aplicado a situações de incerteza radical. A própria escolha de cenários futuros, por exemplo, não é uma tarefa trivial, assim como a modelagem da multiplicidade de mecanismos de transmissão dos riscos climáticos e ambientais para o sistema financeiro (Batten, Sowerbutts e Tanaka, 2016; Chenet, Ryan-Collins e Van Lerven, 2019; Bolton et al, 2020).

Portanto, para que o fluxo de recursos financeiros privados seja efetivamente reorientado, é preciso que os bancos centrais alterem suas abordagens de supervisão e de regulação do sistema financeiro (Chenet, 2019; Mendonça, Feil e Pessoa, 2022), assim como a própria condução da política monetária (Kedward, Gabor e Ryan-Collins,



2022; Oman, Salin e Svartzman, 2024) – forçando o redirecionamento dos recursos ao passo em que protejam o sistema financeiro de crises sistêmicas<sup>5</sup>.

### Bancos centrais e instrumentos alternativos de intervenção

Percebendo a necessidade de uma nova abordagem regulatória para o sistema financeiro, Chenet, Ryan-Collins e Van Lerven (2019) retomam o Princípio da Precaução para desenvolver propostas de políticas financeiras e políticas monetárias para bancos centrais e supervisores financeiros. De acordo com este princípio, as incertezas científicas sobre a probabilidade de ocorrência de um evento que ameaça a saúde humana ou o meio ambiente não devem impedir a adoção de medidas que evitem esta ocorrência. Em sua versão forte, o princípio requer que as questões ambientais e sociais prevaleçam sobre as questões econômicas (Berr, 2017).

17

Desta forma, a incerteza radical associada aos riscos financeiros relacionados à natureza não é encarada como um empecilho para a elaboração de políticas macroeconômicas intervencionistas, voltadas para a transição verde sustentável. Considerando a impossibilidade de se calcular probabilisticamente os riscos financeiros relacionados à natureza, através dos modelos quantitativos, a abordagem baseada no Princípio da Precaucional - isto é, a abordagem precaucional - se orienta por mecanismos qualitativos na elaboração das políticas dos bancos centrais (Chenet, Ryan-Collins e van Lerven, 2019; Kedward, Ryan-Collins e Chenet, 2020).

Neste sentido, a abordagem precaucional dá ênfase às políticas macroprudenciais, às políticas de alocação de crédito e às políticas de compras de ativos verdes (*green quantitative easing*). A adaptação destes instrumentos se dá, principalmente, pelo uso de critérios de exclusão de atividades e setores marrons, desestimulando-os ou mesmo impossibilitando-os financeiramente (Kedward, Ryan-Collins e Chenet, 2020). A definição de uma taxonomia sustentável, por outro lado, tornaria esta adaptação ainda mais eficiente, de maneira que o direcionamento de liquidez para investimentos voltados para a transição verde sustentável seria ainda mais preciso.

As políticas macroprudenciais visam o aumento da resiliência do sistema financeiro contra choques sistêmicos, podendo ser implementadas com o uso de “buffers de capital”, atribuições de pesos de risco ou restrições de exposição ao risco, por exemplo,

---

<sup>5</sup> Existem outras propostas para o redirecionamento do fluxo de capital financeiro seja efetivado, como aquelas relacionadas à tributação, a rotulação de produtos financeiros ou as taxonomias sustentáveis, por exemplo, que não dependem necessariamente dos bancos centrais e, por isso, não serão tratadas neste artigo. Ver Chenet (2019).



mas diferenciados de acordo com cada setor econômico/financeiro<sup>6</sup>. No caso das **políticas macroprudenciais verdes**, os bancos centrais poderiam beneficiar os bancos comerciais privados que têm maiores percentuais de empréstimos para setores sustentáveis, por exemplo, diminuindo as exigências sobre suas reservas obrigatórias, facilitando mais concessões de crédito. Isso possibilitaria a obtenção de maiores lucros por estas instituições, que seriam motivadas a direcionar mais crédito para o crescimento de atividades e setores sustentáveis (Campiglio, 2016). Outra possibilidade seria a inclusão de ‘pesos verdes’ na ponderação de risco de ativos sustentáveis, alterando o montante mínimo de capital que os bancos comerciais devem manter como reserva para possíveis perdas. Isso incentivaria a concessão de mais empréstimos para investimentos em atividades sustentáveis.

As **políticas de green quantitative easing**<sup>7</sup> poderiam ser implementadas com a exclusão de ativos intensivos em carbono dos programas de compra de ativos dos bancos centrais. Nestes casos, os bancos centrais deveriam seguir critérios de sustentabilidade para a escolha de ativos e exigir compromissos climáticos, ambientais e sociais por parte dos bancos comerciais. Outra possibilidade seria a compra de títulos de entidades do setor público, como os próprios bancos públicos e bancos de desenvolvimento, voltados para o financiamento de atividades de baixa emissão de carbono (Campiglio et al, 2018). A adoção desta estratégia de compra de títulos verdes<sup>8</sup> pelos bancos centrais também faria com que os bancos comerciais se interessassem em mantê-los em suas carteiras, devido ao menor risco e a atratividade destes ativos no mercado secundário - possibilitando ainda mais financiamentos verdes.

Ademais, as políticas de *green quantitative easing* podem condicionar o acesso de instituições financeiras às operações monetárias, como refinanciamentos ou compra de títulos, à apresentação de planos para a transição para economias de baixo carbono. Ou seja, os bancos comerciais e as demais instituições financeiras precisariam demonstrar que suas atividades se alinham aos objetivos de sustentabilidade antes de se beneficiarem de programas de liquidez. Além disso, essas políticas podem incluir

---

<sup>6</sup> Os “buffers de capital” são reservas adicionais de capital que os bancos são obrigados a manter além dos requisitos mínimos regulatórios. São como uma camada adicional de segurança, a diferenciação considera que diferentes setores da economia possuem diferentes níveis de risco. Os pesos de risco, por sua vez, são pesos dados aos diferentes ativos de um banco, conforme a quantidade necessária de capital para cobrir o risco de cada um deles. Já as restrições de exposição são utilizadas para evitar concentrações excessivas de risco e para garantir a diversificação das carteiras dos bancos.

<sup>7</sup> A compra de ativos financeiros verdes tem objetivo duplo: estimular o crescimento econômico (com a oferta de dinheiro na economia) e promover a sustentabilidade ambiental.

<sup>8</sup> Os títulos verdes podem ser voltados para o financiamento de projetos sustentáveis como aqueles voltados para a expansão de usinas hidrelétricas ou solares, para o reflorestamento, sistemas de drenagem urbana, etc.



operações de refinanciamento voltadas unicamente para projetos verdes e garantir a compra de títulos verdes no mercado secundário (Oman, Salin e Svartzman, 2024).

Já as **políticas alocativas de crédito** utilizam instrumentos de incentivo (indiretos) e instrumentos coercitivos (diretos) para garantir que o crédito seja direcionado a setores verdes, definidos como prioritários pelas autoridades responsáveis pela transição verde sustentável. Os **instrumentos de incentivo** buscam alterar os custos relativos de financiamento, influenciando as quantidades de empréstimos. Alguns exemplos são: subsídios para financiamento, garantias de crédito para projetos verdes, ajustes nos pesos de risco de capital para bancos comerciais etc. Os **instrumentos coercitivos**, por outro lado, têm o objetivo de definir diretamente preços ou quantidades de crédito para setores específicos. Ou seja, o governo ou o banco central intervêm diretamente no sistema de crédito, impondo restrições ou condições que obrigam as instituições financeiras a financiar determinados setores ou a evitar outros. Alguns exemplos são: controles das taxas de juros (diferenciando-as por setor), tetos e pisos de crédito, taxas de empréstimos diferenciadas, taxas de redesconto diferenciadas e redirecionamento obrigatório de crédito. (Kedward, Gabor e Ryan-Collins, 2022)

O uso dos instrumentos coercitivos pode ser muito eficiente para o ajuste do preço e da quantidade de crédito necessária para a realização dos investimentos em setores verdes. Ademais, a utilização destes instrumentos seria capaz de preencher as lacunas deixadas pela reordenação de recursos promovida pelo próprio mercado, mesmo após as reformas estruturais e regulatórias do sistema financeiro (Kedward, Gabor e Ryan-Collins, 2022). Ademais, intervenções diretas de redirecionamento de crédito, especialmente com a alteração das taxas de juros, são capazes de garantir que a transição verde sustentável inclua justiça social (Brown et al, 2020; Kumar, 2021).

Porém, para que estas políticas sejam eficazes, os critérios que definem os setores prioritários devem ser discricionários e baseados em orientações qualitativas, que busquem o alinhamento entre as empresas, setores e as atividades produtivas verdes com as políticas industriais e de infraestrutura – e não baseados nas ponderações de risco e retorno esperados. Desta forma, os instrumentos de incentivo e de coerção podem ser ‘calibrados’ na medida necessária para que os impactos sejam de fato eficientes, forçando o direcionamento desejado para os financiamentos sustentáveis. (Kedward, Gabor e Ryan-Collins, 2022)

Portanto, pode-se dizer que apesar de as políticas macroprudenciais terem como principal objetivo a manutenção da resiliência do sistema financeiro aos choques provocados pela crise ambiental e climática, elas também podem ter efeitos alocativos. Por outro lado, as políticas de crédito e de compra de ativos induzem a realocação de



recursos de determinados setores, atividades ou regiões para outros que sejam favoráveis à transição verde sustentável, mas também podem ser úteis para reduzir a exposição do sistema financeiro a riscos sistêmicos (Kedward, Ryan-Collins e Chenet, 2020). Entretanto, todas estas alternativas de políticas são possibilidades apenas para as economias nas quais o Estado tem maior controle sobre o sistema financeiro e sobre os bancos centrais (Baer, Campiglio e Deyris, 2021; Oman, Salin e Svartzman, 2024; Campiglio et al, 2018).

### Incompatibilidades do paradigma econômico convencional com os desafios e as alternativas para a crise climática, ambiental e social

20

Bancos centrais ao redor do mundo já têm se adaptado para incluir questões relacionadas às mudanças climáticas e objetivos voltados para a sustentabilidade em suas agendas. Essa tendência reflete o reconhecimento de que os riscos climáticos – tanto os físicos quanto os de transição – podem afetar significativamente a estabilidade financeira e a economia como um todo (NGFS, 2019; BCE, 2020; BCB, 2021). No entanto, existem desafios quanto à interação entre a agenda sustentável e os objetivos convencionais dos mandatos de bancos centrais, geralmente voltados prioritariamente para o controle inflacionário, que, em geral, demanda políticas monetárias mais restritivas (Dikau e Volz, 2019).

Esta tendência conservadora está associada ao paradigma econômico convencional, baseado no Novo Consenso Macroeconômico, que tem sofrido uma série de questionamentos desde a Crise Financeira Global de 2008. Daí em diante, a política monetária e a política financeira foram flexibilizadas, com a possibilidade de adoção de políticas monetárias não convencionais (como as políticas de crédito e as políticas de *quantitative easing*) e de instrumentos de regulação macroprudencial – mas apenas em momentos de crise. Ou seja, os questionamentos e flexibilizações não desencadearam uma mudança efetiva de paradigma, visto que o objetivo principal dos bancos centrais ainda é manter a estabilidade de preços, com a adoção de um regime de metas de inflação e de alterações nas taxas de juros (Feil, 2018; Svensson, 2018; Gabor, 2021).

Neste sentido, o impasse entre a agenda sustentável e os mandatos convencionais dos bancos centrais é caracterizado por uma série de nuances, da qual se pode destacar a incompatibilidade da tese da independência e do regime de metas de inflação com os próprios efeitos da crise climática, ambiental e social no sistema financeiro. Na realidade, os fenômenos econômicos decorrentes desta crise não podem ser explicados pelo paradigma convencional e tampouco solucionados pela política



monetária convencional, implementada por um banco central que busca evitar o viés inflacionário.

Em primeiro lugar, os eventos extremos são capazes de provocar uma série de alterações na estrutura de custos de produção, devido à destruição de recursos naturais. A diminuição da oferta de produtos agrícolas ou o aumento dos custos de energia, por exemplo, são consequências dessas alterações, que são capazes de elevar o nível geral de preços. Por outro lado, os eventos extremos também são capazes de diminuir a renda e a riqueza (com a destruição de empregos, moradias e patrimônios), pressionando o consumo e o investimento para baixo. Portanto, dadas as hipóteses fundamentais do Novo Consenso Macroeconômico, no contexto da transição climática o diagnóstico sobre a inflação é inadequado: esta não pode ser caracterizada como um efeito apenas monetário, decorrente de alterações no nível de liquidez da economia e do aumento da demanda agregada (NGFS, 2024).

Em segundo lugar, considerando um cenário de inflação em alta, o receituário convencional recomenda o aumento da taxa nominal de juros, que onera a rolagem da dívida pública. Neste caso, de acordo com o novo consenso macroeconômico, o governo será obrigado a realizar ajustes fiscais para garantir a geração de superávits primários e, com isso, garantir a sustentabilidade da dívida pública (Hermann, 2006). Ou seja, o orçamento público ficará cada vez mais restrito num cenário em que a política fiscal e o planejamento estatal são essenciais para garantir a adaptação da economia e da sociedade às novas condições climáticas e ambientais, além de realizar políticas públicas para a mitigação dos efeitos de eventos extremos e para reduzir desigualdades (Feijó, Feil e Pessoa, 2023; Krogstrup e Oman, 2019).

Por fim, é preciso destacar que as políticas macroprudenciais e as políticas monetárias não convencionais, mencionadas na seção anterior, só serão eficazes para a reorientação do sistema financeiro, voltada para a transição verde sustentável, quando estiverem coordenadas com as demais políticas macroeconômicas – em especial a própria política fiscal. Os bancos centrais devem ser responsáveis pela reestruturação do mercado do sistema financeiro, tornando-os funcionais para as políticas de investimentos em setores estratégicos, mas também devem estar coordenados com o governo, possibilitando o alinhamento entre as políticas financeira, fiscal, industrial e as regulações (Kedward, Gabor e Ryan-Collins, 2022).

Neste sentido, Svartzman et al (2020) argumentam que as políticas promovidas pelos bancos centrais não seriam capazes de substituir as demais políticas macroeconômicas, mas apenas de coordená-las, principalmente com o direcionamento da liquidez. À vista disso, os autores defendem que os bancos centrais precisam promover a política



industrial e a política fiscal, criando políticas de crédito e regulações adequadas para isso. Ou seja, a atuação dos bancos centrais deve reunir esforços que vão além das políticas monetárias e regulações prudenciais verdes.

Portanto, a adaptação das políticas alternativas “previstas” (a partir da flexibilização do paradigma convencional) para os bancos centrais à promoção do desenvolvimento sustentável implicaria, necessariamente, em abandono de mandatos baseados na tese da independência dos bancos centrais (Qanas e Sawyer, 2023). Da mesma maneira, as explicações e as soluções para os fenômenos econômicos decorrentes da crise climática, ambiental e social não poderão surgir do Novo Consenso Macroeconômico (Santos e Andrade, 2023).

22

### Considerações finais

A crise climática, ambiental e social exige que o sistema financeiro seja capaz de reorientar o fluxo de recursos financeiros para investimentos que promovam a transição verde sustentável. Assumindo que a transição climática atinge de forma diferenciada grupos sociais, regiões e setores de atividade, a reorientação dos investimentos deve também observar a justiça social. Ou seja, a transição não é neutra do ponto de vista distributivo. O volume necessário desses recursos deve alcançar trilhões de dólares em um cenário no qual os investimentos verdes, em geral, não são tão lucrativos no curto prazo. Mas, a questão mais desafiadora para o sistema financeiro está ligada à incerteza generalizada e ampliada pelos riscos financeiros relacionados à natureza – capazes de provocar uma crise financeira sistêmica e sem precedentes. Portanto, mais do que nunca, a intervenção ativa dos bancos centrais é essencial.

As políticas macroprudenciais e monetárias não convencionais, popularizadas após a Crise Financeira Global de 2008, são consideradas como alternativas à disposição dos bancos centrais no enfrentamento da crise climática, ambiental e social. Entretanto, a adaptação destas políticas com a incorporação de critérios de sustentabilidade e orientações discricionárias e dados qualitativos exige um grau maior de autonomia e flexibilidade nos mandatos dos bancos centrais. Ademais, a eficácia destas políticas – para a reorientação do fluxo de recursos financeiros, voltada para a transição verde sustentável – está diretamente relacionada à sua coordenação com as demais políticas macroeconômicas, especialmente a política fiscal e industrial.

Por esta razão, cabe evidenciar que o paradigma econômico convencional, baseado no Novo Consenso Macroeconômico, apresenta limitações importantes para explicar e solucionar os fenômenos econômicos decorrentes da crise climática, ambiental e



social. Além de recomendar a independência dos bancos centrais (que em tese implementam políticas com bases técnicas) das decisões do governo (que em tese são dominados por interesses políticos), tal paradigma também conclui que a inflação é sempre um fenômeno monetário e, em geral, recomenda a contração da política fiscal – revelando-se, assim, inadequado para lidar com os desafios e impactos que a crise atual impõe ao sistema financeiro. Ademais, como discutido em Holanda (2025), o paradigma convencional assume a maior eficiência do mercado na alocação de recursos, e o papel dos bancos centrais se limita a dar transparência aos riscos envolvidos nas decisões para que o sistema financeiro privado precifique adequadamente os seus retornos. Desta forma, conclui-se que o paradigma econômico convencional não pode ser o norteador da atuação dos bancos centrais na promoção da transição verde sustentável.

23

#### Referências bibliográficas

BAER, M.; CAMPILIO, E.; DEYRIS, J. **It takes two to dance: Institutional dynamics and climate-related financial policies.** Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Working Paper No. 356. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. **Relatório de Estabilidade Financeira – REF.** Volume 23, n. 2. Brasília: Banco Central do Brasil, nov. 2024.

\_\_\_\_\_. Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas – RIS. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2021.

BANCO CENTRAL EUROPEU – BCE. **Guia sobre riscos climáticos e ambientais – Expectativas prudenciais relacionadas com a gestão e a divulgação de riscos.** Frankfurt am Main: Banco Central Europeu, 2020. Disponível em: <https://www.banksupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.pt.pdf>

BATTEN, S.; SOWERBUTTS, R.; TANAKA, M. **Let's Talk about the Weather: the Impact of Climate Change on Central Banks.** Bank of England Staff Working Paper no. 603. 2016.

BOLTON, P.; DESPRES, M.; PEREIRA DA SILVA, L. A.; SAMAMA, F.; SVARTZMAN, R. **The green swan: Central banking in the age of climate change.** Basel: Bank for International Settlements (BIS), 2020. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

BROWN, D.; WHEATLEY, H.; KUMAR, C; MARSHALL, J. (2020). A green stimulus for housing: The macroeconomic impacts of a UK whole house retrofit programme



[Online]. New Economics Foundation. Available at: [https://neweconomics.org/uploads/files/Green-stimulus-for-housing\\_NEF.pdf](https://neweconomics.org/uploads/files/Green-stimulus-for-housing_NEF.pdf).

CARNEY, M. **Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability.** Speech given at Lloyd's of London, 2015. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>

CHENET, H. **Planetary Health and the Global Financial System.** Report from the Secretariat of the Rockefeller Foundation Economic Council on Planetary Health Planetary Health and the Global Financial System, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3537673>

DIKAU, S.; VOLZ, U. **Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance.** SOAS Department of Economics Working Paper No. 222, London: SOAS University of London. 2019.

FEIL, F. F. Mudança de paradigma ou mais do mesmo — a crise financeira internacional e suas consequências para a teoria macroeconômica. *Cadernos do desenvolvimento*, UERJ, v. 13, n. 22, p. 81-101, 2018.

GABOR, D. **Revolution without revolutionaries: Interrogating the return of monetary financing.** Transformative responses to the crisis. Berlin: Finanzwende and Heinrich-Böll-Foundation, 2021. Disponível em: [https://transformative-responses.org/wp-content/uploads/2021/01/TR\\_Report\\_Gabor\\_FINAL.pdf](https://transformative-responses.org/wp-content/uploads/2021/01/TR_Report_Gabor_FINAL.pdf)

HERMANN, J. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. XXXIV Encontro Nacional de Economia, 2006.

HOLANDA, L. B. Bancos Centrais para uma Transição Verde Sustentável: o caso do Banco Central Do Brasil. 2025. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2025.

IPCC. **Climate Change 2023: Synthesis Report.** Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Core Writing Team: H. Lee and J. Romero (eds.). Ginebra: IPCC, 2023. Seções 1-4, p. 35-115. DOI: 10.59327/IPCC/AR6-9789291691647.

KEDWARD, K.; GABOR, D.; RYAN-COLLINS, J. Aligning finance with the green transition: From a risk-based to an allocative green credit policy regime.

KEDWARD, K.; RYAN-COLLINS, J.; CHENET, H. Managing nature-related financial risks: a precautionary policy approach for central banks and financial supervisors.



KUMAR, C. Great Homes Upgrade – an investment and policy package to futureproof UK housing. New Economics Foundation, 2021. Disponível em: [https://neweconomics.org/uploads/files/Great-Home-Upgrade-Policy-Briefing\\_September-2021\\_final.pdf](https://neweconomics.org/uploads/files/Great-Home-Upgrade-Policy-Briefing_September-2021_final.pdf)

MENDONÇA, A. R.; FEIL, F.; PESSOA, L. **Regulação Financeira e Bancos de Desenvolvimento: reflexões sobre a construção de finanças sustentáveis.** [S.l: s.n.], 2022. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/364346861\\_Regulacao\\_Financeira\\_e\\_Bancos\\_de\\_Desenvolvimento\\_reflexoes\\_sobre\\_a\\_construcao\\_de\\_financas\\_sustentaveis](https://www.researchgate.net/publication/364346861_Regulacao_Financeira_e_Bancos_de_Desenvolvimento_reflexoes_sobre_a_construcao_de_financas_sustentaveis)

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica. Estudos Econômicos, v. 30, n. 1, p. 101-127, 2000.

MINSKY, H. **The Financial Instability Hypothesis.** Working Paper No. 74. Levy Economics Institute. [S.l: s.n.], 1992. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org>.

NGFS. **First comprehensive report. A call for action: Climate change as a source of financial risk.** Abril de 2019. Disponível em: <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>.

NGFS. Recommendations toward the development of scenarios for assessing nature-related economic and financial risks. Dezembro de 2023.

NGFS. Acute physical impacts from climate change and monetary policy. Agosto de 2024.

QANAS, J.; SAWYER, M. **‘Independence’ of Central Banks and the Political Economy of Monetary Policy.** Review of Political Economy, 36:2, 565-580, 2024. DOI:10.1080/09538259.2023.2189006

OMAN, W.; SALIN, M.; SVARTZMAN, R. **Three tales of central banking and financial supervision for the ecological transition.** Wiley Interdisciplinary Reviews: Climate Change, v. 15, n. 3, p. e876, 2024.

SANTOS, L. H. B.; ANDRADE, D. C. A Aproximação entre Economia Pós-Keynesiana e Economia Ecológica: apreciação crítica e considerações sobre o financiamento verde. Brazilian Keynesian Review, v. 9, n. 2, p. 368-401, 2023.

SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F.; MODENESI, André de Melo. **Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais.** Economia e Sociedade, v. 26, p. 1-44, 2017.



SCHNEIDER, M. E.; PORTO, R. P.; TRABACCHI, M. C.; SCHNEIDER, S.; HARB, S.; SMALLRIDGE, D. **A Guidebook for National Development Banks on Climate Risk.** Nova Iorque: Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), 2021.

SOKOL, M. Financialisation, central banks and 'new' state capitalism: The case of the US Federal Reserve, the European Central Bank and the Bank of England. GEOFIN Working Paper No. 13. Dublin: GEOFIN research, Trinity College Dublin, 2021. [DOI: 10.1177/0308518X221133114](https://doi.org/10.1177/0308518X221133114)

SVENSSON, L. **Monetary policy and macroprudential policy: different and separate?** Canadian Journal of Economics, vol. 18, agosto, p. 802-27. 2018.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Annual Report (2022-2023).** Genebra: World Economic Forum, 2023. Disponível em: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Annual\\_Report\\_2022-23.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Annual_Report_2022-23.pdf)



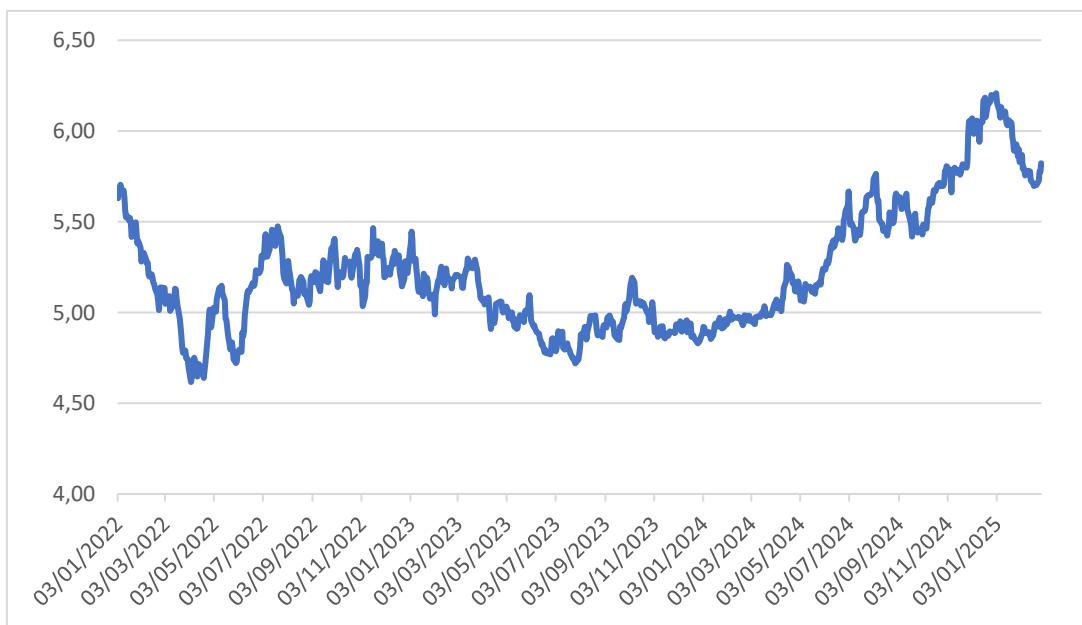
## Especulação cambial e redução de “policy space”

Luiz Fernando de Paula – Professor do Instituto de Economia da UFRJ, Coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP-UERJ) e Pesquisador associado ao OSF/UFRJ, FINDE/UFF e SDM/UnB.

27

Recentemente o Brasil assistiu um forte movimento especulativo de saída de capitais comandadas por residentes que levou a uma forte desvalorização cambial, passando a cotação do dólar de cerca de R\$ 5,10 em maio de 2024 para R\$ 6,19 no final de dezembro de 2024, para ter a partir de 2025 para uma tendência de valorização, como pode ser visto no Gráfico 1. Como se sabe este movimento esteve em parte relacionado a histeria do mercado financeiro em relação ao pacote de medidas fiscais apresentadas pelo Ministro Haddad em novembro de 2024, que incluiu, entre outras medidas, o estabelecimento de um teto de reajuste real anual de 2,5% para o salário-mínimo, tidas pelo mercado como insuficientes para controlar o crescimento da dívida pública. A dívida bruta do governo geral, contudo, acabou fechando em dezembro de 2024 em 76,1% do PIB, bem abaixo das expectativas do mercado.

*Gráfico 1: Taxa de câmbio*



Fonte: Banco Central do Brasil



A desvalorização do real não foi única entre os países emergentes, embora tenha sido mais acentuada do que em outros países. A desvalorização cambial além de impactar diretamente nos preços dos produtos comercializáveis, tem um efeito indireto sobre a inflação em função da instabilidade que gera nas expectativas inflacionárias. De acordo com o Focus de 31/01/2025 a expectativa do mercado para o IPCA em 2025 é de 5,50%, acima da meta de inflação atual de 3,0% a.a., mesmo considerando o intervalo de tolerância de 2,0% para cima e para baixo, que leva ao teto máximo de 5,0%.

É importante destacar que o Brasil tem uma conta capital e financeira conversível, o que permite livre movimentação nos fluxos de capitais por parte de residentes e não-residentes, além de ter um mercado de derivativos cambiais dos mais desenvolvidos do mundo (operando um volume de operações maior do que o mercado cambial a vista), o que se, por um lado, permite que os agentes possam fazer operações de hedge de suas exposições a taxa de câmbio, por outro lado, aumenta a capacidade de especulação dos investidores. Portanto, a taxa de câmbio no Brasil é definida nesse mercado e não no mercado a vista, e esta é uma das razões por que o país tem uma das taxas de câmbio mais voláteis entre as economias emergentes.

Essas condições estruturais permitem que o mercado financeiro possa “colocar o pé na porta” – pressionando o real com a saída de capitais para o exterior - sempre que o governo adote medidas de política econômica que vá de encontro aos seus interesses, procurando assim acuar as autoridades governamentais, como ocorreu recentemente. Cabe destacar que durante o Governo Bolsonaro, a adoção de políticas “market-friendly” ao feitio da agenda da Faria Lima, acabou por fazer com que o mercado financeiro procure agora mais do que nunca impor sua agenda ao governo, buscando impedir a implementação de uma agenda econômica mais redistributiva, em termos de políticas sociais e da tributação progressiva do país. Com um Congresso Nacional cada vez mais conservador fica difícil um governo de centro-esquerda avançar uma agenda redistributiva, como mostra a dificuldade de eliminar ou reduzir os subsídios fiscais para diferentes setores produtivos.

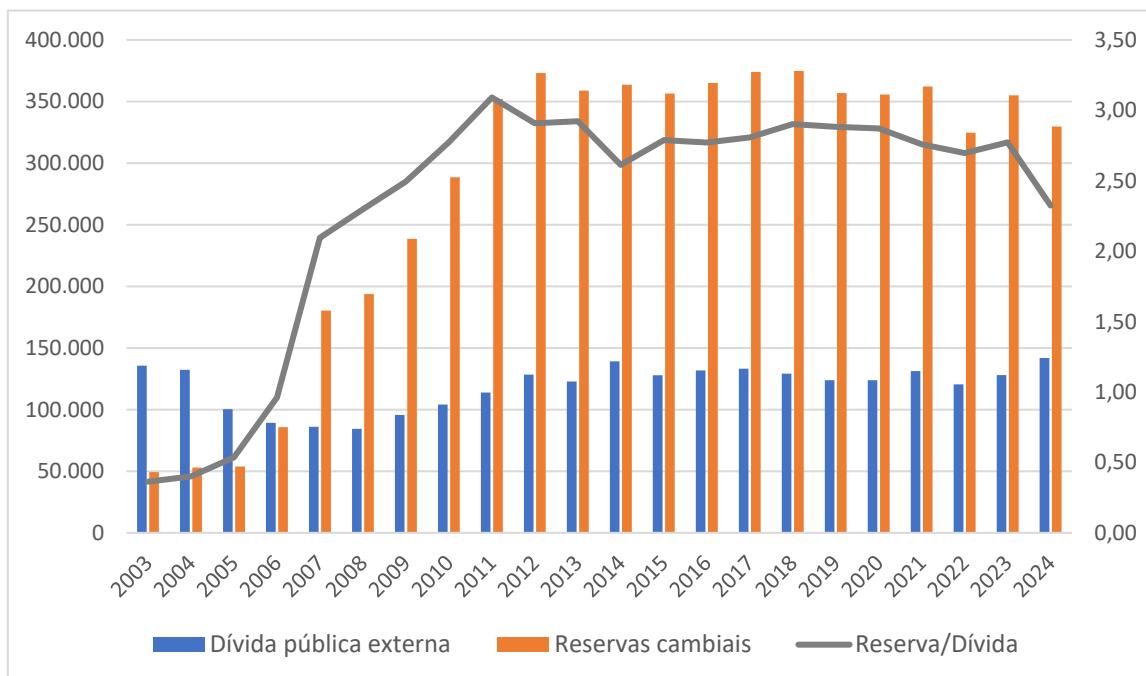
Como destaquei em artigo escrito em coautoria com José Luís Oreiro (“A agenda do dinheiro produzirá crescimento para o país?”, Folha de S.Paulo, 14/09/2021), a “agenda econômica do dinheiro” da Faria Lima tem por objetivo rentabilizar seus negócios e de seus clientes, sendo bastante duvidoso achar que a mesma se constitua numa agenda de desenvolvimento para o país, que vise dar condições para um crescimento econômico sustentado combinado com equidade social.

Em que pese a alto grau de abertura financeira do país, a vulnerabilidade externa do país é relativamente baixa, em particular do ponto de vista do governo. Isto foi



resultado de uma política deliberada implementada a partir de meados da década de 2000 de aumentar as reservas cambais do país e, ao mesmo tempo, reduzir ou estabilizar a dívida pública externa, em especial em momentos de abundância de liquidez no mercado financeiro internacional. Deste modo, o governo brasileiro passou de uma situação de devedor líquido em moeda estrangeira para credor líquido, o que elimina sua exposição a desvalorizações cambiais, como aconteceu na crise de confiança de 2002-2003, ocorrida em função da iminência da eleição de Lula para Presidente. Como mostra o Gráfico 2 a relação reservas cambiais sobre dívida pública externa – eixo à direita – esteve sempre acima de 2 em 2007/2024 (o que significa que as reservas passaram a cobrir mais de duas vezes a dívida pública externa).

*Gráfico 2: Razão reservas cambiais sobre dívida pública externa (eixo à esquerda – US\$ milhões)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Assim, a situação macroeconômica do país é um “allegro ma non troppo”, mas bem melhor que a condição estrutural da economia argentina, que tem um nível de reserva cambial bem baixo – razão reserva/PIB da Argentina ao final de 2024 era de 3,5% contra 13,5% do Brasil. Ademais, enquanto que o Brasil tem um mercado de dívida pública robusto denominado em moeda doméstica, este mercado é bastante estreito na Argentina, em função de uma tendência de alocação da poupança financeira por parte



de residentes em moeda estrangeira. Portanto, são situações macroeconômicas bastante distintas entre os dois países.

Num contexto de limitações no “policy space” para implementação de políticas voltadas para objetivos domésticos, um dos maiores erros da política econômica do Governo Lula III foi definir uma meta de inflação de 3,0% para o Banco Central se guiar na condução da política monetária. Esta meta é excessivamente baixa para as características da economia brasileira, dado o elevado grau de indexação formal e informal no país, como no caso do reajuste de aluguéis, e do baixo grau de eficácia dos canais de transmissão da política monetária devido a permanência de uma forte indexação financeira, como no caso dos títulos indexados a Selic e taxa DI, o que acaba requerendo que o Banco Central opere com taxas de juros mais elevadas para obter o mesmo efeito sobre a demanda agregada da economia.

Um artigo escrito e subscrito por um grupo de economistas no qual participei, publicado na Folha de S.Paulo em 16/10/2024, “Carta Aberta do Conselho Monetário Nacional” (coautoria com Luiz G. Belluzzo, Carmem Feijó, Demian Fiocca, Fernando Ferrari Filho, Gilberto Lima, Lena Lavinas, Leda Paulani e Nelson Marconi) defendemos o aumento da meta de inflação para 4,0% de modo a permitir um crescimento mais equilibrado da economia brasileira. Desde o início do regime de metas de inflação, em 1999, foram raríssimos os anos em que a inflação situou-se abaixo de 3%; em geral, isso só ocorreu quando a taxa de desemprego era bastante elevada.

Concluindo é necessário se implementar uma nova Convenção de Desenvolvimento para o Brasil, que seja catalizadora dos esforços para implementação de uma agenda de desenvolvimento reformista para o país, que compatibilize crescimento econômico, redistribuição de renda e sustentabilidade ambiental. Ainda que não seja uma tarefa fácil por conta das restrições aqui colocadas, é imprescindível a mobilização de forças políticas capazes de dar sustentação a um projeto de tamanha envergadura. Do contrário, corremos o risco de voltarmos a termos ciclos de crescimento ao modo de “voo de galinha”.



## Uma análise temporal da internacionalização do renminbi

Júlia Leal – Doutoranda em Economia pela UFRJ e Pesquisadora do Finde/UFF

A internacionalização da moeda chinesa, o renminbi (RMB), é um tema que desperta o interesse de autores das diferentes correntes de pensamento econômico, assim como das relações internacionais. A crise financeira de 2008 suscitou o caloroso debate acerca da hegemonia do dólar e a possível formação de um sistema monetário multipolar, isto é, composto por um grupo de moedas dominantes. Nesse sentido, a ascensão da China como uma superpotência econômica lançou luz para o papel de sua moeda e a possibilidade de competição com o dólar pela posição de moeda-chave do Sistema Monetário Internacional (SMI) contemporâneo. Cumpre mencionar que este artigo compartilha a noção de que, apesar do aumento na utilização internacional do RMB, é ilusório pensar que a moeda chinesa – ou qualquer outra – desbanque o *status quo* da moeda americana. Como bem descreveu Eichengreen (2011, p. 724): *“The dollar’s rise between 1914 and 1924 did not require sterling’s demise. Successful internationalization of the renminbi similarly does not presuppose the demise of the dollar.”*

Tradicionalmente, a China adota mudanças graduais e controladas para proteger a economia doméstica de choques especulativos, manter a estabilidade de sua taxa de câmbio e seu *policy space*. Apesar de algumas permissões dadas à entrada de investimentos estrangeiros nos últimos anos, a China ainda controla severamente seu sistema financeiro. Todavia, desde o início dos anos 2000, o país vem incentivando a internacionalização de sua moeda através de uma série de medidas. Pode-se, assim, argumentar que existe um paradoxo na internacionalização do RMB, uma vez que a macroestrutura chinesa se choca com os principais determinantes deste processo. Em outras palavras, a China adota medidas para aumentar o uso internacional de sua moeda ao mesmo tempo que mantém controles de capital e o gerenciamento estatal sobre o sistema financeiro e o mercado de câmbio.

Noije *et al.* (2021) ressaltam que o voluntarismo político em promover a internacionalização do RMB é respaldado pela importância da economia chinesa. Na mesma linha, Cohen (2019) argumenta que a política monetária (“*currency statecraft*”) chinesa é guiada por restrições domésticas enraizadas em ações graduais e cautelosas e, desta forma, o país busca encorajar o uso de sua moeda no exterior sem comprometer seu controle, esperando que o tamanho da economia seja um fator tão



relevante que consiga mitigar os demais. Assim, Cintra e Pinto (2017) preconizam que a China promove uma “internacionalização controlada”, justamente por ainda controlar sua conta financeira e limitar a total conversibilidade de sua moeda.

He (2015) afirma que, inicialmente, a China optou por promover a maior utilização do RMB como meio de troca, através do uso privado como liquidação comercial. Além disso, o estabelecimento de mercados *offshore* também fez parte do escopo do governo, bem como os acordos de *swap* firmados com outros bancos centrais, que permitem a criação de linhas de crédito entre eles. Um ponto importante é destacado por Zucker-Marques (2021) ao afirmar que, ao contrário das linhas de *swaps* do Federal Reserve (o banco central dos Estados Unidos), que visam a estabilidade do mercado financeiro, os acordos firmados pelo banco central da China (*People's Bank of China*, cuja sigla em inglês é PBC), buscam promover a internacionalização do RMB.

Por outro lado, Balmas e Howarth (2024) afirmam que o papel que a moeda assume como investimento é o principal impulsionador da internacionalização do RMB. Nesse sentido, as medidas de liberalização contribuem para que os mercados financeiros chineses se tornem mais atrativos para os investidores estrangeiros, promovendo o maior uso do RMB na diversificação monetária destes agentes. Os bancos estatais e privados são os principais agentes de investimento chineses, enquanto os principais agentes não chineses são os fundos de investimento e subsidiárias de grandes bancos norte-americanos e europeus.

No tocante à estratégia utilizada, Torres Filho e Pose (2018) apontam que a China promove um projeto de internacionalização defensivo, ou seja, busca reduzir a dependência do dólar e aumentar sua resiliência sobre as instabilidades inerentes ao atual SMI. Por sua vez, Sousa (2020) contribui para o debate ao sugerir que a internacionalização do RMB é um meio de contestação à hegemonia do dólar e ao poder dos Estados Unidos sobre os mercados financeiros globais. Sendo assim, a China vem contornando os preceitos clássicos sobre a internacionalização de uma moeda, impulsionando este processo de uma maneira única e específica.

Já He (2015) entende que a China enfrenta um dilema: apesar de não atender aos requisitos clássicos da internacionalização (isto é, total liberalização das taxas de câmbio e de juros), a maior utilização do RMB gera uma pressão sobre a conta financeira e o câmbio. Desta forma, apesar de controlados, o prosseguimento da internacionalização implica neste efeito adverso. Dito de outra forma, evitar esta maior exposição do RMB é frear a sua internacionalização.

Isto posto, para facilitar o entendimento da internacionalização do RMB, optou-se por periodizar este processo, destacando os principais eventos e medidas adotadas pelo



Estado chinês. Posteriormente, serão apresentados os dados sobre a atuação do RMB na esfera internacional. Assim, será utilizada a seguinte divisão: (i) 2001-2007: início do processo até a eclosão da crise financeira global; (ii) 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do RMB na cesta dos Direitos Especiais de Saque; (iii) 2018-2024: pandemia e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia.

### 2001-2007: início do processo até a eclosão da crise financeira global

A internacionalização do RMB se iniciou de forma moderada na década de 2000, impulsionada pelo ingresso da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) e pelo lançamento da estratégia *Going Global*. A adesão à OMC flexibilizou ainda mais a entrada de capital estrangeiro no sistema financeiro chinês, enquanto a *Going Global* promoveu a internacionalização das empresas chinesas, favorecendo os fluxos financeiros entre a China e os demais países, com expansão dos saldos denominados em RMB fora do território chinês.

Em 2002, foi lançado o esquema *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII), permitindo que investidores internacionais selecionados pudessem investir no mercado de capitais chinês utilizando o RMB, sob a supervisão da *China Securities Regulatory Commission* (CSRC, que aprova os pedidos de licença) e da *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE, que define as cotas de investimento). O QFII busca atrair investimentos de portfólio estáveis e de alta qualidade, impedindo a entrada de capitais especulativos de curto prazo. Houve, também, a criação de bancos de compensação em RMB em outros países com o objetivo de implementar um sistema *cross-border* de pagamentos bancários (Allen *et al.*, 2013; Prasad, 2016; Park, 2016).

No ano seguinte, os residentes de Hong Kong passaram a ter permissão para comprar RMB até um limite diário, estabelecendo a região como um importante centro financeiro *offshore* para a China operar na liquidação de transações cambiais. Como resultado, observou-se um aumento dos ativos líquidos denominados em moeda estrangeira dentro do sistema bancário chinês (McCauley, 2011). Em 2004, os bancos de Hong Kong passaram a aceitar depósitos em RMB, quando as empresas que iniciaram suas negociações na moeda chinesa decidiram abrir contas de depósito, especialmente no mercado *offshore*. Também neste ano, como observam Noije *et al.* (2021) foi criado o mercado *offshore* de Macau.

Outro ponto de destaque é que, em 2005, o PBC iniciou as operações de *swaps* utilizando o RMB no mercado de câmbio estrangeiro. Já em julho de 2006, outro importante passo foi dado com a criação do esquema *Qualified Domestic Institutional*



*Investor* (QDII), permitindo que instituições financeiras domésticas da China pudessem investir em produtos financeiros *offshore*, atuando nos mercados de títulos estrangeiros. Ademais, o PBC anunciou um programa piloto de *swaps* de taxas de juros utilizando o RMB no mercado interbancário (Prasad, 2016).

Como ressaltam Allen *et al.* (2013), semelhante ao esquema QFII, o QDII oferece oportunidades limitadas para que os investidores domésticos possam acessar os mercados estrangeiros cuja moeda não é totalmente conversível e os fluxos de capitais são restritos. Além disso, em agosto de 2006, as regras do QFII foram revisadas, permitindo a participação de um número maior de investidores estrangeiros. Por fim, é importante ressaltar que as operações em Hong Kong começaram a operar de fato apenas em 2007. A partir de então, os bancos e instituições financeiras com sede na China puderam emitir títulos denominados em RMB no mercado *offshore*. Assim, o mercado *offshore* de Hong Kong passou a ser cada vez mais utilizado, atuando na liquidação de transações e emitindo títulos denominados em RMB.

34

#### 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do RMB na cesta dos Direitos Especiais de Saque

Para a China, a eclosão da crise de 2008 foi o ponto de inflexão para impulsionar a internacionalização de sua moeda. Havia a preocupação com a instabilidade do SMI, uma vez que o ambiente de incertezas em relação aos rumos da economia americana e ao papel do dólar se mostrava cada vez mais legítimo. Zhou Xiaochuan, que presidia o PBC naquele momento, afirmou que a crise de 2008 refletia as vulnerabilidades inerentes ao SMI caracterizado pela centralidade do dólar, propondo uma moeda reserva alternativa, capaz de permanecer estável no longo prazo.

Autores como Eichengreen e Kawai (2014) entendem que, inicialmente, a China buscou incentivar o uso do RMB para fins comerciais e, em 2009, foi lançado um esquema piloto que permitiu a utilização da moeda chinesa na liquidação de comércio com os membros do ASEAN, Hong Kong e Macau. Com isso, empresas selecionadas puderam liquidar suas operações utilizando o RMB, através da intermediação de bancos comerciais públicos. Além disso, ocorreu a emissão dos primeiros títulos públicos chineses denominados em RMB em Hong Kong.

Já em 2010 ocorreu a liberação para aberturas de contas denominadas ou vinculadas em RMB para qualquer empresa do mundo, gerando um expressivo aumento na abertura de contas de depósito a prazo e certificados de depósito. Ainda de forma cautelosa, o PBC passou a permitir que bancos de compensação estrangeiros



selecionados pudessem investir uma parte de seus fundos em RMB internamente na China (*onshore*) no mercado de títulos interbancário. Outro ponto importante é que, em agosto de 2010, a empresa norte-americana Mc Donald's anunciou a emissão de títulos denominados em RMB, se tornando a primeira companhia multinacional a realizar esta operação. Por fim, em dezembro, foi lançado o primeiro índice de títulos em RMB de Hong Kong, denominado "*Bank of China (Hong Kong) Offshore RMB Bond Index*" (Prasad, 2016).

Prosseguindo, em 2011, foi introduzido o esquema *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII), permitindo que instituições estrangeiras pré-qualificadas (como outros bancos centrais) pudessem investir nos mercados de títulos e de ações dentro do território chinês. Assim como no QFII, a CSRC é responsável pela concessão das licenças e, a SAFE, pela definição das cotas de investimento. Cumpre mencionar que a principal diferença entre os programas é que, no RQFII as instituições podem utilizar RMB *offshore* para investir dentro da China. Por sua vez, sob o esquema QFII, os investidores precisam fazer a conversão de seus fundos em moeda estrangeira para RMB para, finalmente, atuar nos mercados domésticos chineses. No ano de 2012, houve um aumento na cota para o RQFII e, como resultado, instituições não financeiras chinesas foram autorizadas a emitir títulos denominados em RMB dentro da região de Hong Kong (Eichengreen e Kawai, 2014; Prasad, 2016).

Em 2015 foi introduzido o *Mutual Fund Connect*, autorizando a distribuição de fundos elegíveis da China e de Hong Kong para os mercados um do outro, através de um processo de verificação simplificado. Além disso, foi criado um sistema de pagamentos alinhado com os padrões internacionais, o chamado *Cross-Border Interbank Payments System* (CIPS), cujo objetivo é facilitar as transações transfronteiriças denominadas em RMB. Pode-se dizer que este foi mais um importante passo em direção à ampliação do uso internacional da moeda chinesa, pois representa um marco no desenvolvimento do sistema financeiro chinês. Em linhas gerais, o CIPS é supervisionado pelo PBC e se assemelha ao CHIPS (*Clearing House Interbank Payments System*), a câmara de compensação dos Estados Unidos (Prasad, 2016; Park, 2016).

De acordo com Eichengreen (2022), o CIPS é utilizado por Pequim para atrair investidores externos e fomentar a internacionalização do RMB. Para tanto, as instituições financeiras são divididas em dois grupos: participantes diretos, que são aqueles que possuem uma conta no CIPS; e indiretos, que operam no sistema através da intermediação dos participantes diretos. Com efeito, os participantes diretos precisam estar incorporados na China para que o PBC possa supervisionar suas operações, que são denominadas em RMB.



Conforme Prasad (2016), a cesta do Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR) é composta por moedas que são emitidas por países-membros do Fundo Monetário Internacional (FMI) com grande participação nas exportações mundiais e consideradas “livremente utilizáveis”. Este último critério, adicionado formalmente em 2000, diz respeito a uma moeda capaz de ser amplamente utilizada em transações internacionais e negociada nos mercados de câmbio. No entanto, é importante salientar que a total conversibilidade da moeda não é uma condição necessária ou suficiente e, desta forma, a inclusão do RMB foi aprovada, em novembro de 2015, a despeito dos controles sobre a conta financeira. A China é o principal país exportador mundial e, segundo o FMI, sua moeda é considerada livremente utilizável.

36

Assim, o RMB foi incluído como “moeda emergente para negociação forex” no SDR, um ativo de reserva internacional, composto por uma cesta de moedas como o dólar americano, o euro, o iene e a libra. Ou seja, o SDR não é uma moeda, é um recurso utilizado pelo FMI para fornecer liquidez a um país e suplementar o volume de reservas dos países-membros. Para Xiaochuan (2009), o uso do SDR deveria ser ampliado para atender à demanda por uma moeda reserva alternativa e se tornar um meio de pagamento amplamente aceito, ou seja, seria benéfico estabelecer um sistema de liquidação entre o SDR e outras moedas. Por um lado, Gao (2023) salienta que a pausa nas intervenções no mercado de câmbio pelo PBC, em agosto de 2015, coincidiu com a revisão do SDR realizada pelo FMI. Ou seja, a postura da autoridade monetária chinesa visou tornar o RMB um forte concorrente para a entrada na cesta do SDR. Vê-se, portanto, que este é um importante avanço na utilização do RMB, pois reflete o aumento de sua importância nas finanças globais.

#### 2018-2024: pandemia e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia

De acordo com Gao (2023), a China continuou seu processo de abertura financeira e, em 2018, abandonou os requisitos de cota para os esquemas QFII e QDII, o que permitiu uma entrada ainda maior de investidores internacionais. Já Li (2019) aponta que, naquele ano, o CIPS já cobria os principais mercados financeiros do mundo, contribuindo para a eficiência da liquidação das operações transfronteiriças em RMB e, assim, reforçando seu uso em escala global. Prosseguindo, em março de 2019, foi promulgada a Lei de Investimento Estrangeiro, que passou a vigorar em janeiro de 2020 e cujo objetivo era aprofundar a abertura da economia chinesa, através de medidas para facilitar a entrada de investimentos externos, proteger os direitos destes investidores e impulsionar o desenvolvimento econômico, sendo válida dentro do



território chinês. Em linhas gerais, o governo se comprometeu a incentivar a entrada de investimentos estrangeiros e proteger estes investidores.

Já em julho de 2019, o PBC publicou uma série de medidas para aprofundar a abertura do sistema financeiro doméstico, com destaque para o incentivo à participação de instituições financeiras estrangeiras no investimento de subsidiárias de gestão de ativos e patrimônio de bancos comerciais, apoio ao capital estrangeiro para corretagem de moeda e participação acionária e, ademais, a facilitação de investimento externo no mercado doméstico de títulos interbancário (PBC, 2019).

Em setembro de 2020, foi anunciada a unificação dos esquemas QFII e RQFII, que passaram a ser conhecidos como “esquema QFI”, representando o principal canal de acesso ao sistema financeiro chinês. Como resultado, houve uma redução nos requisitos de entrada, facilitando a inscrição de investidores internacionais para atuar no mercado de capitais chinês e reduzindo o tempo de aprovação. Vale mencionar que do QFII e do RQFII são importantes para a expansão da utilização da moeda chinesa, visto que as saídas de capital através destes esquemas precisam ser convertidas em RMB, destacando seu papel no comércio e no financiamento de investimentos (Balmas e Howarth, 2024).

Não obstante, no final de 2019, os primeiros casos de COVID-19 na China acenderam um alerta mundial sobre uma possível pandemia, fato concretizado poucos meses depois. Se iniciava um período turbulento e sombrio, com impactos deletérios sobre vidas e economia. O relatório divulgado em conjunto pelo *The Asian Banker* e *China Construction Bank* (2021) destaca que, a despeito dos desafios impostos pela pandemia, as instituições financeiras, bem como empresas chinesas e estrangeiras, mantiveram um elevado nível de uso do RMB para liquidação de comércio internacional. Além disso, as transações monetárias denominadas em RMB também apresentaram uma trajetória ascendente. Como se sabe, a China foi a única grande economia que apresentou um crescimento positivo durante a pandemia, o que fortaleceu a confiança do mercado na sua moeda e reduziu a percepção de risco sobre a trajetória econômica chinesa e a volatilidade do RMB. Outro dado importante é que a proporção de empresas e instituições financeiras chinesas que nunca utilizaram o RMB para investimento direto caiu em 2020, na comparação com 2019. O relatório aponta ainda que a China está aprofundando a abertura de seus mercados financeiros domésticos, com o objetivo de estimular a demanda e o uso do RMB.

Em um recente relatório, o PBC (2024) divulgou mais algumas medidas para avançar na abertura dos mercados financeiros domésticos. O documento aponta o lançamento, em maio de 2023, do esquema *Swap Connect*, que permite o acesso mútuo aos



mercados de *swap* de taxas de juros da China e de Hong Kong. Por consequência, houve um aumento da participação de investidores chineses e estrangeiros e, no final de abril de 2024, houve mais de 3.600 transações de *swap* de taxas de juros, representando um valor nominal agregado de aproximadamente RMB 1,77 trilhão. Para desenvolver ainda mais a conexão entre os mercados de derivativos da China e de Hong Kong, o PBC se comprometeu a aprimorar o *Swap Connect*, através da melhora nos serviços de compensação, redução de custos de participação e aumentar os tipos de produto negociados. Por fim, o documento enfatiza a intenção de fortalecer o mercado *offshore* de Hong Kong como um importante centro financeiro internacional (PBC, 2024).

38

Outro ponto a se destacar é assinatura de acordos bilaterais entre os bancos centrais de Brasil e China, no início de 2023, com o objetivo de fortalecer as relações entre as duas economias, através da permissão de transações comerciais utilizando diretamente o real e o RMB. A meta é não utilizar o dólar nessas operações, reduzindo os custos e a dependência da moeda americana. O primeiro teste foi a realização de exportações de celulose da Eldorado Brasil, utilizando o RMB como moeda de pagamento.

A eclosão do conflito entre Rússia e Ucrânia e as consequentes sanções impostas pelos Estados Unidos também possuem consideráveis impactos no avanço do domínio chinês e na desdolarização das regiões do Sul Global. Para Cohen (2012), dentre as vantagens de ser emissor de uma moeda internacionalmente aceita, está o poder em relação aos demais, podendo utilizar ações políticas diretas em determinados momentos, como formas paralelas de pagamento e sanções. Conforme Zucker-Marques (2021), historicamente, os Estados Unidos adotam sanções políticas para pressionar outras nações, como por exemplo, embargos comerciais, utilização de tributos de forma punitiva e suspensão de possíveis ajudas. Nas últimas décadas, sanções financeiras também passaram a ser adotadas, evidenciando o privilégio exorbitante do dólar nas finanças globais e gerando o congelamento de contas e bloqueio de transferências para países selecionados.

Na mesma linha, Loeb (2021) destaca a importância geopolítica das sanções e como este cenário pode contribuir para a maior demanda da moeda chinesa. Com efeito, a maior utilização do RMB não fornece à China o poder de definir sanções, mas pode enfraquecer a influência daquelas aplicadas pelos Estados Unidos e Europa. É por isso que alguns países buscam um sistema de pagamentos paralelo que opere fora do manto ocidental. Como se sabe, a Rússia foi fortemente impactada pelas sanções e reduziu o uso do dólar em suas transações com a China. Já o Irã, sob sanções norte-americanas há anos, também possui interesses neste novo arranjo monetário, bem



como países que operam no *Belt and Road Initiative* (BRI). Em conclusão, as sucessivas sanções são uma importante peça para a construção de um RMB mais globalizado.

Como comentário adicional, Zucker-Marques (2021) entende que além das políticas promovidas pela China, alguns obstáculos ao uso do dólar estão contribuindo para que os agentes busquem uma moeda alternativa, sendo este espaço preenchido pelo RMB. Dentre estes obstáculos estão as sanções financeiras aos parceiros comerciais chineses, a instabilidade das finanças internacionais e a escassez de dólares em alguns países periféricos.

Por sua vez, Dornelas (2024) aponta que, no contexto das sanções impostas decorrentes do conflito entre Rússia e Ucrânia, o CIPS se apresenta como um sistema de pagamento internacional alternativo. Desta forma, as dificuldades enfrentadas pela economia russa são mais um elemento no avanço do domínio financeiro chinês. Tal cenário também é analisado por Pao (2022) ao mostrar que, desde a crise da Crimeia em 2014, a Rússia desenvolveu seu próprio sistema de pagamentos, conhecido como *System for Transfer of Financial Messages*, o que poderia suavizar os impactos do banimento ao sistema SWIFT. Na mesma linha, o autor reconhece que este cenário cria oportunidades para a utilização do CIPS.

Em conclusão, existe em curso uma internacionalização com características chinesas, isto é, o país promove a maior utilização internacional do RMB enquanto mantém controles de capital e sobre suas variáveis macroeconômicas, fatores que dificultam a maior utilização do RMB, que ainda apresenta uma conversibilidade limitada. Sendo assim, esta postura diverge dos determinantes encontrados na literatura sobre internacionalização de moedas. Apesar dos dados mostrarem uma significativa diferença na utilização do RMB em relação ao dólar e ao euro, é incontestável que a moeda chinesa está conquistando novos espaços ao se mostrar como uma alternativa à moeda americana, contribuindo para o movimento de desdolarização no Sul Global. Portanto, o êxito chinês decorre do peso de sua economia na dinâmica global e das iniciativas adotadas ao longo das últimas décadas, com destaque para os acordos de *swaps* cambiais, a BRI, o CIPS.

#### Dados sobre a utilização internacional do RMB

Para ilustrar os pontos apresentados nas seções anteriores, o objetivo desta é apresentar os dados sobre a utilização internacional do RMB. O mais recente relatório divulgado pelos *The Asian Banker* e *China Construction Bank* (2024) aponta o crescimento na utilização vários produtos transfronteiriços denominados em RMB. No caso das empresas chinesas, o destaque está nos investimentos em ações



transfronteiriças e financiamento *offshore*. Por sua vez, as empresas estrangeiras utilizaram principalmente a gestão transfronteiriça em RMB, superando a liquidação comercial em 6 pontos percentuais em relação aos resultados apresentados no relatório anterior.

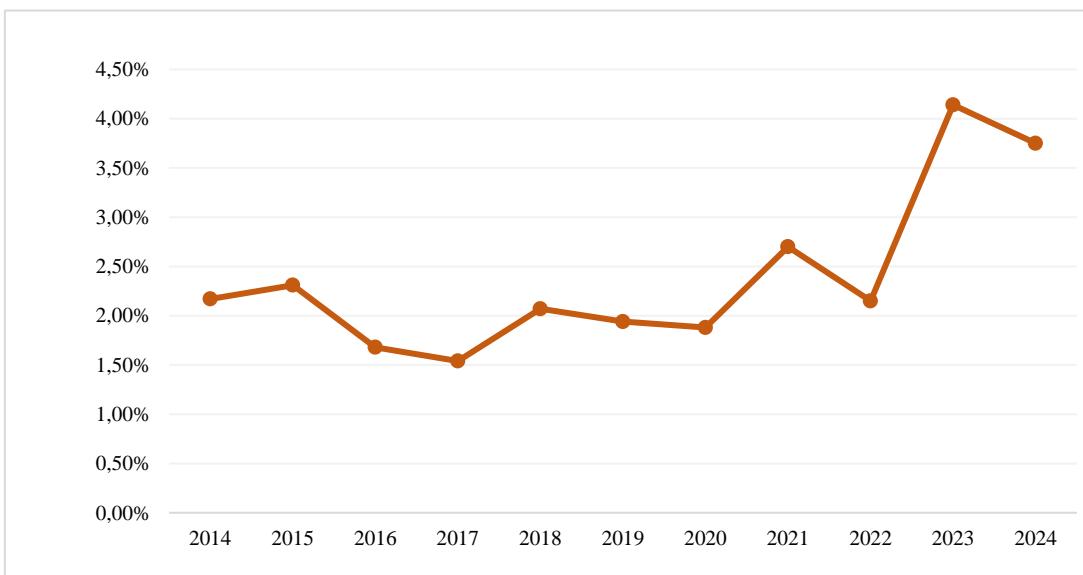
Um importante ponto a ser destacado é que os investimentos diretos por empresas chinesas tiveram um expressivo crescimento na União Europeia (alcançando 16%, valor acima dos 12% em 2023) e no Reino Unido (22%, sendo que em 2023 foram apenas 5%). É importante lembrar que, em março de 2014, o Banco da Inglaterra (*Bank of England*) assinou um acordo com o PBC permitindo a compensação e liquidação de transações denominadas em RMB em Londres. Dez anos depois, a capital britânica consolidou sua posição como um importante mercado *offshore* que contribui para a utilização internacional da moeda chinesa. Já a escolha das empresas estrangeiras permaneceu em 35%, mesmo valor obtido anteriormente.

O uso privado na função meio de troca ocorre na forma de moeda veicular e/o liquidação comercial. Ao analisar os dados divulgados pelo *Triennial Central Bank Survey* (BIS, 2022), observa-se um notável crescimento na utilização do RMB como moeda veicular. De fato, na comparação com o dólar e as demais moedas centrais, este número ainda é muito pequeno, mas é preciso reconhecer que os efeitos gerados pelos esforços do governo chinês para internacionalizar sua moeda apesar das amarras ainda existentes. O gráfico 17 mostra que, tanto de forma individual quanto nas negociações no par com o dólar, a moeda chinesa vem aumentando sua participação no volume de negócios global.

Outra fonte importante é o *RMB Tracker*, relatório mensal gratuito disponibilizado pela SWIFT, com dados sobre a utilização internacional da moeda chinesa por mais de 1.900 instituições financeiras. Em novembro de 2023, o RMB superou o iene e alcançou a quarta posição como moeda mais ativa nos pagamentos globais, porém, caiu para a quinta posição em outubro de 2024, recuperando-se no mês seguinte. O relatório referente ao mês de dezembro de 2024, aponta que a moeda chinesa permaneceu na quarta posição. Dentre os principais centros *offshore* de compensação em RMB, estão Hong Kong (76,52%), Reino Unido (6,01%), Singapura (3,75%), Estados Unidos (2,89%) e França (2,00%). Em relação à participação no mercado de financiamento comercial, o RMB ocupa a terceira posição (5,98%), próximo do euro (6,50%) e com um distanciamento significativo do dólar (81,89%) (SWIFT, 2025). Em síntese, o gráfico 1 mostra a evolução da participação da moeda chinesa nos pagamentos globais.



*Gráfico 1: Participação do RMB nos pagamentos globais  
Em % - (2014-2024)*



41

Nota: Valores referentes ao primeiro dia do mês de dezembro de cada ano.

Fonte: SWIFT. Elaboração própria.

*Tabela 1: Utilização como moeda de financiamento  
Em % - (fev/2024 – jan/2025)*

Período	Moeda		
	Dólar	Renminbi	Euro
fev/24	85,13	3,82	5,87
mar/24	84,13	5,28	5,89
abr/24	84,11	4,71	5,94
mai/24	84,65	5,08	5,63
jun/24	83,16	5,99	5,92
jul/24	83,22	6,00	5,83
ago/24	83,56	5,95	5,32
set/24	83,25	5,66	5,70
out/24	82,91	5,77	5,64
nov/24	82,10	6,41	6,30
dez/24	81,89	5,98	6,50
jan/25	83,49	6,14	5,16

Fonte: SWIFT. Elaboração própria.

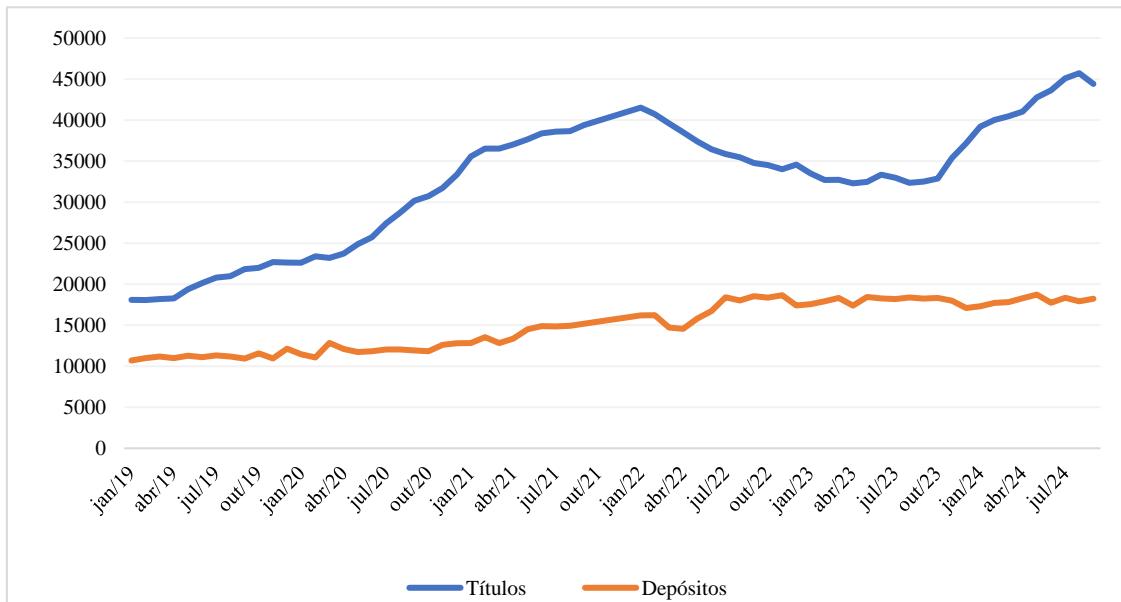
Outro dado importante que pode ser encontrado no *RMB Tracker* se refere ao uso do RMB como moeda de financiamento. Para fins de ilustração, a moeda chinesa aumentou sua participação nesta função nos últimos anos, superando o euro em janeiro de 2025 e tornando-se a segunda moeda mais utilizada no mercado de financiamento comercial, ficando atrás apenas do dólar. A tabela 1 mostra a



participação destas moedas nos últimos 12 meses, sendo os dados mais recentes referentes ao mês de janeiro de 2025. Conclui-se que o RMB apresentou um expressivo aumento na atuação como moeda de financiamento, saltando de 3,82% em fevereiro de 2024 para 6,14% em janeiro de 2025. Também é possível constatar que a moeda chinesa alterna com o euro a segunda posição, porém, no último mês o RMB se manteve à frente.

Prosseguindo, através do gráfico 2 pode-se observar que os títulos e depósitos nacionais em RMB mantidos por entidades estrangeiras seguem uma trajetória de crescimento, apesar de alguns pontos de declínio ao longo do período analisado. Por outro lado, em 2023, houve um crescimento na emissão de títulos e empréstimos bancários em Hong Kong denominados em RMB, impulsionado por fatores como alta liquidez, diversidade de produtos e boas condições de infraestrutura. Assim, o montante da moeda chinesa utilizada como liquidação comercial por bancos em Hong Kong foi de RMB 11,7 trilhões. Nos últimos cinco anos, houve um aumento de 46%, dado que em 2019 esse montante era de RMB 5,4 trilhões. Em 2013, era de apenas RMB 3,8 bilhões (*Hong Kong Monetary Authority, 2023*).

*Gráfico 2: Títulos e depósitos nacionais em RMB mantidos por entidades estrangeiras*  
*Em 100 milhões de RMB – (jan/2019 – set/2024)*



Fonte: PBC. Elaboração própria.

Já o uso público como reserva de valor se refere às moedas que denominam as reservas cambais de um país. Para tanto, são utilizados os dados fornecidos pelo FMI através da

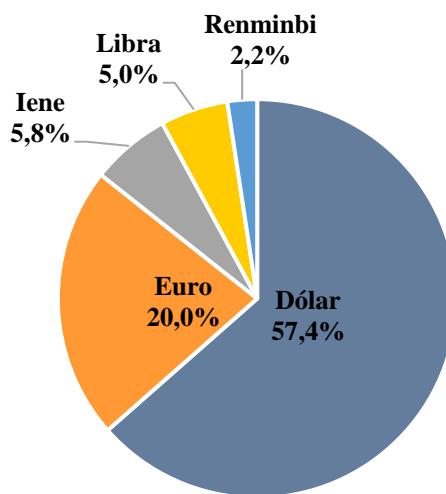


COFER, no qual constam as informações fornecidas por 149 autoridades monetárias. O gráfico 3 apresenta um panorama sobre a participação das moedas que compõem o SDR, com os dados mais recentes do terceiro trimestre de 2024. É importante atentar ao fato de existir uma considerável discrepância entre os valores do dólar e das demais moedas, uma vez que é a moeda mais segura e líquida do SMI. Entretanto, muitos bancos centrais buscam diversificar seu portfólio, escolhendo outras moedas, como as exemplificadas no gráfico. E, além disso, a importância da moeda chinesa nesse contexto não pode ser descartada, ainda que seus valores sejam ínfimos.

43

*Gráfico 3: Reservas cambiais oficiais por moeda*

*Em % - (segundo trimestre de 2024)*



Nota: A porcentagem é obtida através da divisão da participação de cada moeda pelo valor total das reservas alocadas.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

#### Considerações finais

O artigo teve o intuito de apresentar uma análise temporal sobre a internacionalização do RMB, através de uma periodização dividida em três fases. A primeira compreende o período entre 2001 e 2007, isto é, início das primeiras medidas efetivas para promover a maior utilização internacional do RMB até a eclosão da grande crise financeira. Pode-se destacar a entrada da China na OMC e a estratégia *Going Global*, estratégia responsável pela internacionalização das empresas chinesas, lançamento do QFII, do QDII e estabelecimento de Hong Kong como centro financeiro *offshore*.



O segundo período engloba os anos entre 2008 e 2016, mostrando uma análise sobre as consequências da crise e a inclusão do RMB no SDR. Como já foi referido, a crise de 2008 foi o marco histórico para impulsionar a internacionalização da moeda chinesa, pois o ambiente de incertezas engendrou um alerta sobre a instabilidade do SMI. Nesse sentido, o PBC firmou acordos bilaterais de *swaps* cambiais com outros bancos centrais, houve a liberação para aberturas de contas denominadas ou vinculadas em RMB para qualquer empresa do mundo, lançamento do esquema RQFII e criação do CIPS. O período se encerra com a inclusão do RMB como “moeda emergente para negociação forex” no SDR.

44

Por fim, a terceira fase contempla os desdobramentos da pandemia e do recente conflito entre Rússia e Ucrânia. Apesar dos desafios impostos pelo avanço nos casos de COVID-19, a economia chinesa não foi severamente impactada. Instituições financeiras, empresas chinesas e estrangeiras utilizaram altos níveis de RMB para liquidação de comércio internacional. Adicionalmente, foi promulgada a Lei de Investimento Estrangeiro, foram retirados os requisitos de cota para os esquemas QFII e QDII e houve o lançamento do QFI (esquema que resultou da unificação do QFII e do RQFII). As sanções impostas contribuíram para a maior demanda do RMB, contribuindo para a globalização da moeda chinesa. Vê-se, portanto, que este cenário produz novas oportunidades para a utilização do CIPS.

#### Referências bibliográficas

Allen *et al.* China's Financial System: Opportunities and Challenges. In: Fan, J.; Morck, R. (Eds.). *Capitalizing China*. Chicago: The University of Chicago Press, cap. 2, p. 63-148, 2013.

Balmas, P.; Howarth, D. Chinese currency exceptionalism: The curious internationalisation of the renminbi. *The World Economy*, p. 1–27, 2024. <https://doi.org/10.1111/twec.13632>

BIS. *Triennial Central Bank Survey*: OTC foreign exchange turnover in April 2022. Disponível em: [https://www.bis.org/statistics/rpfx22\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf). Acesso em: 13/01/2025.

China Construction Bank. *Renminbi Internationalisation Report 2021*: RMB pushes forward amid disruptions. 2021. Disponível em: [http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022\\_1634866375/20211022092955802527.pdf](http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf). Acesso em: 05/02/2025.

China Construction Bank. *Renminbi Internationalisation Report 2024*: RMB internationalisation gains strong momentum despite uncertainties. Disponível em: <



<https://reports.tabinsights.com/uploads/2024-RMB-Internationalisation-Report-compressed.pdf>. Acesso em: 15/02/2025.

Cintra, M. A.; Pinto, E. China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 2 (147), p. 381-400, abr./jun. 2017.

Cohen, B. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. *Open Economies Review*, v. 23, n. 1, p. 13-31, 2012. DOI 10.1007/s11079-011-9216-2.

45

Cohen, B. *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*. Chicago e Londres: The University of Chicago Press, 2019.

Dornelas, L. Renminbi liquidity arrangement between China and Bank for International Settlements and the International Monetary and Financial System. *Revista Conjuntura Austral*, v. 15, n. 71, jul./set. 2024. DOI: <https://doi.org/10.22456/2178-8839.140513>

Eichengreen, B. The renminbi as an international currency. *Journal of Policy Modeling*, v. 33, n. 5, p. 723-730, set./out. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2011.07.004>

Eichengreen, B.; Kawai, M. Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. *ADBI Working Paper Series*, n. 454, jan. 2014.

Eichengreen, B. Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Interbank Payments System. *The Marshall Papers*, CSIS Briefs, mai. 2022.

FMI. Currency Composition of Official Exchange Reserves (COFER). IMF Data Portal. Disponível em: < <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>>. Acesso em: 03/02/2025.

Gao, H. The role of China in the international financial. *Oxford Review of Economic Policy*, n. 39, p. 231–244. 2023. DOI: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grad002system>

He, A. Domestic sources and RMB internationalization: a unique journey to a major global currency. *CIGI Papers*, n. 67, mai. 2015.

Hong Kong Monetary Authority. *Annual Report*, 2023. Disponível em: < [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2023/AR2023\\_E.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2023/AR2023_E.pdf)>. Acesso em: 10/02/2025.

Li, Y. The Impact of the Belt and Road Initiative on RMB Internationalization and Development Strategies for Mutual Benefit. *Advances in Economics, Business and Management Research*, vol. 146, p. 55-58, 2019.



Loeb, T. The global RMB is coming. Here's why. *Business & Technology*, Nova York, 15 abr. 2021. Disponível em:< <https://thechinaproject.com/2021/04/15/the-global-rmb-is-coming-heres-why/>>. Acesso em: 23/01/2025.

McCauley, R. Renminbi internationalisation and China's financial development. *BIS Quarterly Review*, p. 41-56, dez. 2011.

Noije, P.; De Conti, B.; Zucker-Marques, M. China: capital flight or renminbi internationalization? *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, n. 4, p. 552–574, 2021.

Pao, J. China media goads Russia to use CIPS over SWIFT. *Asia Times*, Richmond, 01 mar. 2022. Disponível em: < <https://asiatimes.com/2022/03/china-media-goads-russia-to-use-cips-over-swift/#>>. Acesso em: 07/03/2025.

Park, H. China's RMB Internationalization Strategy: Its Rationales, State of Play, Prospects and Implications. *M-RCBG Associate Working Paper Series*, n. 63, ago. 2016.

PBC. Measures for Further Opening Up the Financial Sector. *Financial Market Openness*, 22 jul. 2019. Disponível em: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/3863256/index.html>. Acesso em: 24/01/2025.

PBC. Optimize the Swap Connect Scheme to Advance High-level Opening-up of China's Financial Markets. *Financial Market Openness*, 13 mai. 2024. Disponível em: < <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/5356319/index.html>>. Acesso em: 24/01/2025.

Prasad, E. China's efforts to expand the international use of the Renminbi. *U.S.-China Economic and Security Review Commission*, fev. 2016.

Sousa, A. T. A internacionalização do renminbi como um meio de contestação. *Desafios*, n. 32, v. 1, p. 1-30, 2020. DOI: <http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/desafios/a.7688>

SWIFT. RMB Tracker. *Document Centre*. Disponível em: <https://www.swift.com/products/rmb-tracker>. Acesso em: 05/02/2025.

SWIFT. RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency. *Document Centre*, jan. 2025. Disponível em: < <https://www.swift.com/products/renminbi-tracker/document-centre>>. Acesso em: 05/02/2025.

The Asian Banker. *Renminbi Internationalisation Report 2021: RMB pushes forward amid disruptions*. 2021. Disponível em:



[http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022\\_1634866375/20211022092955802527.pdf](http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf). Acesso em: 05/02/2025.

The Asian Banker. *Renminbi Internationalisation Report 2024*: RMB internationalisation gains strong momentum despite uncertainties. Disponível em: <<https://reports.tabinsights.com/uploads/2024-RMB-Internationalisation-Report-compressed.pdf>>. Acesso em: 15/02/2025.

Torres Filho, E.; Pose, M. A internacionalização da moeda chinesa: disputa hegemônica ou estratégia defensiva? *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 22, n. 1, p. 1-23, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272215>.

Xiaochuan, Z. Reform the international monetary system. *BIS Review*, n. 41, 2009. Disponível em: <<https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>. Acesso em: 02/01/2025.

Zucker-Marques, M. Financial statecraft and transaction costs: the case of renminbi internationalization. *Discussion Paper*, School of Business & Economics, set. 2021.



## Cartas de John Maynard Keynes para a contabilidade nacional

Conrado Krivochein – Pós-doutorando pela UFF e pesquisador do Finde/UFF

Carmem Feijó - Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

Eu só entendi Keynes depois de muito trabalho com o professor [Luiz Gonzaga] Belluzzo. Só entendi Keynes quando eu entendi o que era uma teoria monetária da produção. Porque o meu mestre, [Raúl] Prebisch, se apoiava nas ideias de Keynes para dizer “Bretton Woods não vai dar certo”, mas nunca usou para dentro, para a análise do circuito interno da produção. Keynes sempre foi trabalhado em termos reais, por causa do seu discípulo, que fez as contas nacionais, o [Richard] Stone. Ele colocou tudo em índices, tudo em termos reais, apesar de Keynes advertir explicitamente que não se deve fazer isso, porque é tudo nominal. A taxa de juros é nominal, os fluxos são nominais, mas ninguém deu bola! Essa foi a primeira traição empírica. Depois o gap do consumo, que é daquele americano [Alvin Hansen], que foi o primeiro keynesiano bastardo. E, finalmente, todos os demais keynesianos americanos e neo-keynesianos fecharam o círculo com as hipóteses neoclássicas do mercado de trabalho.

48

Maria da Conceição Tavares

A entrevista de Conceição Tavares (Biderman *et al.*, 1995) mostra o quanto o pensamento Keynesiano foi distorcido em suas ideias e propostas originais no decorrer da Guerra Fria. E se considerarmos as formas como a austeridade e as regras fiscais passaram a dominar a gestão da política econômica, fica claro que **as contribuições de Keynes passaram a ser vistas sem ênfase na incerteza, na moeda e na instabilidade fundamental dos mercados**. Entretanto, um dos pontos que Tavares levanta, mas que não é muito explorado na literatura e no ensino de Economia, é a crítica de Keynes às estimativas de renda nacional no final da década de 1930 e no começo da 2ª Guerra Mundial.

Keynes advertiu, de fato, aos problemas de se utilizar as estimativas em termos reais. Na verdade, tal crítica foi direcionada ao arcabouço conceitual das estimativas de Colin Clark (1937) (1940) quando Keynes estava elaborando o panfleto *How to Pay for the*



War em 1939, junto ao seu assistente Erwin Rothbarth<sup>9</sup> (indicado por Nicholas Kaldor). A necessidade das estimativas de renda nacional no âmbito da guerra mostra o quanto essa construção era urgente. O sistema elaborado por Clark, um pioneiro nas estimativas de renda nacional na Inglaterra, veio a ter uma influência muito maior na contabilidade nacional que se estabeleceu a partir das contribuições de Richard Stone, mesmo com as advertências de Keynes.

Após o ingresso voluntário de Erwin Rothbarth na 2<sup>a</sup> GM em 1941, e seu falecimento em 1944, Keynes coloca Richard Stone em seu lugar e o auxilia, junto a James Meade, na confecção do primeiro *White Paper* do governo Britânico de 1941. Tal documento oficial já era utilizado originalmente para orientações orçamentárias e na versão de 1941 passou a integrar pela primeira vez estimativas de renda nacional. Mas como podemos observar no próprio relato de Stone (1978) sobre o processo de elaboração das estimativas junto à Keynes, é evidente como Keynes e Stone entraram em diversos atritos e debates, sendo que muitos deles sem resolução. Aparentemente, o conflito conceitual entre Keynes e Stone foi feito presencialmente, o que torna praticamente impossível definir o seu verdadeiro teor. Stone relatou apenas alguns pontos sobre o uso de números índices e a tentativa de fazer previsões.

Entretanto, a crítica de Keynes às estimativas elaboradas por Colin Clark em 1937, foi documentada por meio de cartas e um artigo publicado no *Economic Journal* em 1940. Tais documentos mostram o desenvolvimento do famoso panfleto *How to Pay for the War*, também em 1940, o qual teve como base as estimativas de Clark. O legado de Clark, e a sua visão sobre a comparabilidade internacional por meio de estimativas de renda nacional, foi levado adiante por Richard Stone em seu trabalho com as Nações Unidas no pós-2<sup>a</sup> GM, o que lhe rendeu o Prêmio Nobel em 1984.

Este artigo apresenta um breve histórico da crítica de Keynes às estimativas de Clark ao analisar alguns documentos inéditos<sup>10</sup> sobre o episódio de elaboração de *How to Pay*

---

<sup>9</sup> Erwin Rothbarth, assistente de Keynes nesses primeiros exercícios de contabilidade nacional, nasceu em Frankfurt em 1913. De família judia, ele veio para a Inglaterra em 1933 e tornou-se estudante de graduação na London School of Economics, ficando próximo de Nicholas Kaldor. Após se formar com honras de primeira classe em 1936 e passar um período realizando pesquisas em Londres, foi para Cambridge em 1938 como Assistente de Pesquisa Estatística com Keynes. Em “preso” foi 1940 na Ilha de Man ao ser considerado inimigo estrangeiro com o início da 2<sup>a</sup> GM. Quando foi autorizado em 1944, juntou-se ao exército e foi morto em combate na Holanda em dezembro de 1944. Rothbarth teve um papel crucial na crítica de Keynes à Colin Clark, além de realizar contribuições que demonstravam um lugar de destaque como enaltecido por Nicholas Kaldor quem escreveu seu obituário.

<sup>10</sup> O artigo tem como base o projeto de pesquisa financiado pela *History of Economics Society* (HES) em 2022 e o auxílio a pesquisa (APQ1) da FAPERJ em 2024. As cartas foram acessadas e serão processadas



*for the War* no final da década de 1930. Enfatizamos como essas divergências conceituais – especialmente no que diz respeito ao papel do governo nas estimativas de renda nacional – são atuais como uma crítica ao sistema padrão da contabilidade nacional, o *System of National Accounts* (SNA). Por fim, analisamos como a nova revisão do SNA planejada para 2025 para mostrar como a crítica de Keynes ainda tem relevância e coerência com os problemas atuais na gestão do gasto público com investimento. O caso brasileiro é brevemente considerado.

### O Multiplicador e a Renda Nacional na Inglaterra na década de 1930

50

A ascensão da análise do multiplicador na economia durante a década de 1930 esteve intimamente ligada aos debates sobre a estimativa da renda nacional na Inglaterra. Inspirado pelo trabalho seminal de Keynes e Hubert Douglas Henderson em 1929, o artigo de Richard Kahn de 1931 desempenhou um papel crucial no avanço da teoria do multiplicador. Abordando certos desafios aritméticos presentes no influente ensaio de Keynes e Henderson *Can Lloyd George Do It?*, o artigo de Kahn, *The Relation of Home Investment to Unemployment*, é frequentemente considerado uma investigação estatística sobre as complexidades do efeito multiplicador.

Embora as estimativas intuitivas de Keynes e Henderson sobre o multiplicador tenham se mostrado notavelmente precisas, foi a disponibilidade de estimativas de renda nacional – desenvolvidas por Colin Clark – o que permitiu a Kahn formular seu argumento e impulsionar a análise adiante. As contribuições de Clark para a Contabilidade Nacional estabeleceram as bases para os desenvolvimentos subsequentes na área, especialmente por meio do trabalho de Richard Stone, seu aluno em Cambridge, que se tornou a principal figura da Contabilidade Nacional no século XX.

A formulação do **multiplicador** por Richard Kahn em 1931 representou um dos avanços mais significativos na teoria macroeconômica, ao demonstrar, em linhas gerais, que um aumento no investimento público poderia gerar um efeito multiplicador sobre a renda e o emprego. Essa concepção tornou-se central para a teoria keynesiana e foi posteriormente incorporada na formulação das **estimativas de renda nacional**. No entanto, a interpretação do multiplicador não se restringia ao impacto da demanda agregada; Keynes e seus contemporâneos estavam igualmente preocupados com as **implicações fiscais do gasto público**. A ideia fundamental era que os investimentos do

---

para a criação de um banco de dados com o material de arquivo referente ao episódio de elaboração das estimativas de renda nacional de Keynes. O projeto conta com a parceria institucional entre a Universidade Federal Fluminense e a Universidade de Cambridge.



governo poderiam ser sustentáveis ou até autofinanciáveis, uma vez que o crescimento da renda nacional resultante aumentaria a arrecadação tributária, compensando os gastos iniciais sem gerar um efeito de *crowding-out*.

O desenvolvimento inicial das contas nacionais nos anos 1930 esteve fortemente ligado ao esforço de entender melhor os efeitos do gasto público e das políticas econômicas sobre a economia como um todo. Colin Clark, ainda um jovem economista<sup>11</sup>, auxiliou Kahn na elaboração do artigo de 1931 sobre o multiplicador e trabalhou com Keynes no **Economic Advisory Council (EAC)**, órgão responsável por assessorar o governo britânico. Clark utilizou estimativas anteriores de renda nacional e buscou aprimorá-las com base nas equações fundamentais de Keynes no *Treatise on Money* (1930).

No entanto, as discussões feitas em torno do argumento do multiplicador nos anos 1930 estavam inseridas dentro da visão predominante no **Tesouro Britânico**, a *Treasury View*, que considerava que o financiamento de obras públicas por meio de empréstimos governamentais deslocaria o investimento privado, elevando as taxas de juros e anulando os benefícios para o emprego. Entre os economistas do EAC que defendiam essa abordagem estavam Hubert Henderson, Frederick Phillips, Lionel Robbins e Denis Robertson. A visão predominante nesse período enfatizava a disciplina fiscal e a cautela com o endividamento público.

No entanto, Keynes rebatia essas preocupações, argumentando que, em momentos de recessão e capacidade ociosa, o investimento público criaria sua própria poupança. Como escreveu em *The Means to Prosperity* (1933): “*Não há possibilidade de equilibrar o orçamento senão aumentando a renda nacional, o que é praticamente a mesma coisa que aumentar o emprego*”. Keynes deu grande suporte a inovação do trabalho de Clark, suas estimativas de renda nacional de 1932 e 1937, e não poupou esforços em promover a elaboração de estatísticas econômicas no governo.

O trabalho de Clark também teve grande influência sobre Richard Stone, que mais tarde trabalharia com Keynes durante a 2ª GM e lideraria a padronização das contas nacionais sob a égide das Nações Unidas no pós-guerra. Em suas publicações

---

<sup>11</sup> Nascido em 1905 e, portanto, uma geração depois de Arthur C. Bowley (nascido em 1869) e Josiah Stamp (nascido em 1880) – ambos os autores que também se arriscaram e elaborar estimativas de renda nacional –, Clark formou-se em química, assim como William Stanley Jevons, obtendo um diploma de segunda classe na Universidade de Oxford em 1928. Seu interesse por economia, no entanto, foi despertado por G. D. H. Cole, por meio do *University Labour Club*, do qual era um membro ativo. Trabalhou com Allyn Young no *Economic Advisory Council* em 1928-29, onde conheceu Richard Kahn. Em 1932, publicaria suas primeiras estimativas da renda nacional da Inglaterra ganhando grande reconhecimento de Keynes iniciando uma grande amizade, mesmo quando Clark se muda para Austrália em 1937 (Millmow, 2021).



relacionadas a contabilidade nacional e no seu discurso do Prêmio Nobel em 1984, Stone enaltece a influência de Clark, não de Keynes. Ao longo da década de 1930, Clark passou a se distanciar das implicações políticas do pensamento keynesiano, focando no desenvolvimento de um sistema padronizado de mensuração da renda nacional, com ênfase na **comparabilidade internacional** como explicitado em seu *Conditions of Economic Progress* (1940). Essa divergência culminou em um embate conceitual com Keynes no próprio conceito de renda nacional e no propósito das estatísticas econômicas como ferramenta de planejamento governamental<sup>12</sup>.

#### A crítica de Keynes (e Rothbarth) às estimativas de Colin Clark

52

O embate entre Keynes e Clark tornou-se explícito no final da década de 1930, quando Keynes elaborava suas estimativas de renda nacional para subsidiar seu plano de financiamento do esforço de guerra, publicado em *How to Pay for the War* (1940). Três economistas colaboraram ativamente com Keynes nesse processo: **Erwin Rothbarth, Nicholas Kaldor e Colin Clark**.

Em uma carta de 29 de novembro de 1939, Rothbarth responde a Keynes sobre a necessidade de incluir **receitas de capital do governo como parte da arrecadação pública**, destacando as dificuldades em obter tais informações, mas concordando que eram essenciais. Em outra carta, datada de 7 de fevereiro de 1940, Rothbarth compara as estimativas de Clark e Keynes, concluindo que a abordagem de Keynes tinha a vantagem de **mensurar a produção privada na mesma base da produção governamental**, uma vez que os serviços públicos não são vendidos a preços de mercado.

A crítica de Keynes ao método de Clark tornou-se ainda mais contundente em fevereiro de 1940, quando, em correspondências dirigidas a Rothbarth e Kaldor, afirmou que estava preparando uma nota suplementar para esclarecer suas objeções às estimativas de Clark, a ser publicada no *Economic Journal*. Keynes enfatizou que **o conceito de renda nacional de Clark era impreciso e não útil para fins práticos**, afirmando que “*quanto mais penso sobre isso, menos gosto dele [o conceito de renda nacional bruta de Clark]. É um daqueles conceitos que parecem precisos até serem analisados mais de perto, quando então tudo se dissolve em confusão*”. Esse debate não era meramente

---

<sup>12</sup> Em uma resenha do livro de Colin Clark, *The Conditions of Economic Progress*, Erwin Rothbarth estabeleceu um tom crítico em relação à falta de propósito da obra. Como apontou Rothbarth (1941), não está claro se o livro trata de estatísticas de renda nacional ou das condições do progresso econômico. No primeiro caso, ou seja, se se trata de estatísticas de renda nacional, faltava uma discussão sobre as limitações do material estatístico utilizado, que era bastante incompleto na época. No segundo caso, então faltava uma análise teórica mais profunda sobre a questão do progresso econômico.



técnico, e refletia visões conceituais distintas sobre o próprio propósito da contabilidade nacional: **Clark via as estimativas de renda como uma ferramenta estatística neutra para comparação entre países, enquanto Keynes as concebia como um instrumento de planejamento econômico para assegurar liquidez ao financiamento governamental.**

A concepção de Keynes sobre a renda nacional também estava ligada ao seu conceito de **custo do usuário (user cost)**, introduzido na *Teoria Geral* (1936) como uma forma mais precisa de estimar a formação de capital, em contraste com a prática tradicional de mensuração baseada apenas na depreciação. Em sua *Nota Suplementar* de 1940, Keynes reiterou essa crítica ao método de Clark, argumentando que **susas estimativas só seriam úteis para comparações de produção real entre períodos em que o sistema tributário e os padrões de consumo não tivessem mudado significativamente.**

53

Victoria Chick (1985, p. 47) referiu-se a uma “característica inquietante do conceito de renda de Keynes: sua incorporação, por meio do conceito de custo do usuário, das expectativas sobre o valor futuro do capital...”. Chick (*ibid.* p. 58) argumenta que Keynes poderia ter rejeitado a recuperação de valores “reais” por meio da deflação com um nível geral de preços, pois isso reduziria a importância da distinção entre consumo e investimento. Os dois componentes da demanda agregada operam essencialmente em diferentes horizontes temporais, uma vez que o gasto com consumo está orientado para a satisfação imediata de necessidades, enquanto o investimento visa à provisão da capacidade produtiva futura. Dessa forma, as expectativas (e a taxa de juros) desempenham um papel fundamental na determinação da demanda e, consequentemente, do preço dos bens de investimento, mas não influenciam diretamente os bens de consumo de uso único. A renda real das famílias depende do preço dos bens de consumo, mas não do preço dos bens de investimento. Assim, o uso de um índice geral de preços para recuperar valores reais é inadequado, pois obscurece essas diferenças essenciais.

A padronização da contabilidade nacional, embora tenha permitido comparações internacionais mais precisas, resultou na adoção de um modelo de mensuração da renda que enfatiza a **conversão de valores nominais em reais por meio de índices gerais de preços**, sem considerar as diferenças estruturais entre os mercados de bens de consumo e investimento. Esse processo foi essencial para a viabilização de políticas macroeconômicas baseadas em metas de inflação e regras fiscais rígidas, mas também obscureceu aspectos fundamentais da economia keynesiana, especialmente no que diz respeito ao papel do investimento público e privado na determinação da demanda agregada.



Dessa forma, a crítica de Chick resgata um aspecto fundamental da teoria keynesiana: a economia não pode ser reduzida a um modelo estático de equilíbrio baseado em variáveis reais, pois o processo econômico é essencialmente dinâmico e depende de expectativas sobre o futuro. O reconhecimento de que os ativos públicos geram retornos implícitos, mesmo quando não há um fluxo financeiro explícito associado a eles, pode fornecer uma alternativa metodológica mais alinhada à perspectiva keynesiana, permitindo que o investimento público seja tratado não apenas como um custo orçamentário, mas como um fator produtivo que contribui para a geração de renda no longo prazo.

54

Portanto, retomando aqui a discussão sobre o surgimento das primeiras estimativas de renda nacional na Inglaterra, o surgimento do multiplicador fazia parte de um argumento mais amplo de que os gastos do governo eram autossustentáveis (Tily, 2019). Autossustentável significa, na verdade, o conceito técnico de orçamento de capital, ideia que será explicitada mais claramente em 1944 por Keynes, no qual é defendido que **os gastos governamentais deveriam ser avaliados com base nos retornos que geravam para a economia, tornando-os, assim, autossustentáveis**. Como enfatizou Keynes mais tarde, em 1944: “*Medidas para estabilizar a renda nacional são, ipso facto, medidas para estabilizar o orçamento nacional*”.

Com a eclosão da 2ª GM, Keynes desempenhou um papel central no planejamento econômico britânico, mas sua visão sobre a função das estimativas de renda nacional como instrumento de planejamento financeiro não foi plenamente incorporada no desenvolvimento posterior da contabilidade nacional. Após sua morte em 1946, Richard Stone assumiu a liderança na sistematização das contas nacionais, consolidando um modelo voltado para a **comparabilidade internacional**. O *System of National Accounts* (SNA), isto é, o **Sistema de Contas Nacionais das Nações Unidas**, desenvolvido a partir de 1952, seguiu uma abordagem mais próxima à de Clark, enfatizando a mensuração da produção econômica com base em valores de mercado, sem considerar diretamente as implicações fiscais e macroeconômicas das estimativas de renda.

### **Uma crítica de Keynes para a contabilidade nacional?**

No ano de 2025, a ONU irá atualizar o SNA, o principal arcabouço de referência e padronização para a contabilidade nacional adotado em diversos países. Em sua última revisão de 2008, muito foi mantido da revisão de 1993 ocorrida a mais de trinta anos atrás. Contudo, desde o surgimento do relatório oficial que deu origem ao SNA em 1947, uma orientação geral tem se mantido: o propósito da comparabilidade internacional. E é dentro desse propósito amplo que o arcabouço geral da



contabilidade nacional foi fundado e estabelecido tanto na aplicação de seus deflatores implícitos quanto na forma de valoração adotada estritamente para atividades de mercado.

Uma das principais consequências desse sistema é o problema persistente de como valorar as atividades não-mercado, o que inclui o principal ator econômico para o funcionamento do mercado e das instituições que o respaldam, o governo. No SNA 2025, veremos o mesmo sistema geral, isto é, a manutenção do propósito da comparabilidade internacional e da dicotomia entre atividades de mercado (valoradas) e não-mercado (não-valoradas, ou seja, não produzem valor). Entretanto, uma alteração importante foi feita, apesar do governo ainda manter sua “produção” ou output sendo valorado a custos.

De acordo com o documento complementar para atualização do SNA 2025 elaborado pelo *Inter-secretariat Working Group on National Accounts* (ISWGNA)<sup>13</sup>, grupo anexado a ONU, pela primeira vez, o SNA irá introduzir o **Retorno Líquido ao Capital (RLC) para a produção não mercantil**, representando um avanço no reconhecimento do papel dos ativos governamentais na produção econômica. A introdução do **RLC no SNA 2025** representa uma inovação metodológica significativa ao reconhecer que os ativos públicos possuem um valor produtivo contínuo, mesmo quando não geram fluxos de receita direta. No entanto, a possibilidade de interpretar o RLC como uma forma de autofinanciamento dos gastos de investimento público requer uma análise aprofundada sobre sua aplicabilidade na contabilidade fiscal e suas implicações para a sustentabilidade das finanças públicas.

Embora o RLC quantifique o benefício econômico gerado pelo capital público, sua incorporação como mecanismo de financiamento exige uma distinção entre ajustes contábeis e fluxos efetivos de caixa. A mensuração do RLC parte da identificação dos ativos produtivos não financeiros utilizados na produção não mercantil, como infraestrutura pública, equipamentos e bens imobiliários governamentais, e a aplicação de uma taxa de retorno ao capital.

O SNA 2025 propõe uma taxa de retorno real padrão de 2% ao ano, ajustada conforme a meta de inflação do país, resultando em uma taxa nominal. Dessa forma, um país com ativos públicos avaliados em um trilhão de unidades monetárias e uma taxa de retorno nominal de 4% ao ano teria um RLC estimado em 40 bilhões de unidades

---

<sup>13</sup> O ISWGNA é um dos órgãos interagências mais antigos criados pela Comissão de Estatística das Nações Unidas (UNSC), com o objetivo de fortalecer a cooperação entre organizações internacionais que atuam no mesmo setor. Desde o início da década de 1980, conta com os seguintes cinco membros: União Europeia, Nações Unidas, OECD, FMI e World Bank.



monetárias anuais. Esse valor, ao ser integrado na contabilidade nacional, pode justificar uma reavaliação da contribuição dos investimentos públicos para a economia, aumentando a precisão das métricas que avaliam o impacto fiscal do setor público. Temos aqui uma relação direta com as pretensões de Keynes para a contabilidade nacional como observamos em sua crítica à Clark.

Entretanto, a possibilidade de utilizar o RLC como uma forma de autofinanciamento do investimento público encontra barreiras institucionais e metodológicas. Primeiramente, o RLC é um ajuste contábil, e não uma receita financeira efetiva. Sua incorporação como fonte de financiamento poderia levar à contabilização de receitas fictícias, sem respaldo em fluxo de caixa, comprometendo a disciplina fiscal. Essa questão se torna particularmente relevante no contexto da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI), onde regras fiscais rígidas impõem limites ao déficit e à dívida pública. Uma possibilidade de avanço seria a inclusão do RLC no cálculo da relação dívida/PIB, o que poderia proporcionar maior flexibilidade fiscal permitindo que países argumentassem que seus ativos públicos geram retornos implícitos suficientes para justificar um maior espaço para endividamento destinado a investimentos produtivos.

Embora o RLC não possa ser utilizado diretamente como receita orçamentária, ele pode influenciar a formulação de políticas fiscais ao fornecer um instrumento para flexibilizar regras fiscais excessivamente restritivas. No caso da União Europeia, a separação entre gastos correntes e investimentos produtivos poderia ser reformulada considerando o RLC, permitindo que investimentos estratégicos fossem tratados de forma diferenciada em relação às restrições fiscais. Novamente, a recomendação de Keynes sobre o orçamento de capital é evidente. Da mesma forma, no âmbito do FMI, a inclusão do RLC na Análise de Sustentabilidade da Dívida (DSA) poderia permitir uma reinterpretação das métricas fiscais, especialmente para países em desenvolvimento, onde a necessidade de investimentos em infraestrutura frequentemente entra em conflito com as regras de austeridade fiscal.

Uma alternativa para viabilizar o uso do RLC no financiamento público seria sua incorporação em modelos híbridos de financiamento, como fundos de investimento público baseados no RLC ou a emissão de títulos públicos lastreados no retorno estimado dos ativos governamentais. Esses mecanismos poderiam criar um vínculo entre a contabilidade patrimonial e a capacidade de financiamento do setor público, reduzindo a necessidade de novas tributações ou endividamento convencional. Além disso, a utilização do RLC para justificar a ampliação de prazos de amortização da dívida



associada a investimentos públicos poderia aliviar restrições fiscais sem comprometer a sustentabilidade financeira de longo prazo.

Podemos concluir que o RLC não pode ser interpretado como um mecanismo de autofinanciamento direto do investimento público, pois não gera fluxos financeiros líquidos. No entanto, sua incorporação na contabilidade nacional pode oferecer uma base conceitual para revisões das regras fiscais, permitindo maior flexibilidade para investimentos produtivos sem comprometer a responsabilidade fiscal. Se adotado de forma criteriosa, o RLC pode representar um avanço na forma como os investimentos públicos são avaliados, auxiliando na formulação de políticas econômicas que equilibrem crescimento sustentável e estabilidade macroeconômica. Tal ponto pode ser encontrado nas recomendações de Sardoni (2021), em sua crítica contra a visão dominante da Equivalência Ricardiana<sup>14</sup> na gestão dos gastos do governo na contabilidade nacional.

57

### Investimento público no Brasil e a contabilidade nacional

No relatório de ***Avaliação da Gestão do Investimento Público*** realizado pelo FMI em 2018<sup>15</sup> encontramos diversas deficiências estruturais na gestão do orçamento de capital e no investimento público no Brasil, as quais comprometem a eficiência e a previsibilidade do financiamento de projetos estratégicos. De acordo com o documento, a principal fragilidade está na **falta de mecanismos institucionais padronizados para avaliação e seleção de projetos**, resultando em **baixa eficiência na alocação de recursos e execução do orçamento de capital**. Portanto, o investimento público no Brasil apresenta **fragilidade no planejamento e priorização de investimentos**.

Apesar da existência de diversas estratégias nacionais e setoriais com informações sobre custos e resultados esperados, o relatório destaca que **as projeções de custos são deficientes e a priorização de investimentos é prejudicada por emendas legislativas** que reduzem a previsibilidade dos projetos de longo prazo. Além disso, a

---

<sup>14</sup> Equivalência Ricardiana (ER) sugere que a dívida governamental não afeta a economia porque os indivíduos antecipam aumentos futuros de impostos para pagar a dívida. Sardoni (2021) argumenta que a ER é falha porque assume que o governo não tem impacto positivo na economia e ignora a possibilidade de reestruturar os gastos governamentais para promover o crescimento econômico. O autor sugere que as políticas para estabilizar a relação dívida pública/PIB devem se concentrar no aumento da produtividade e da taxa de crescimento, em vez de depender exclusivamente de superávits primários, um ponto polêmico para a discussão atual do novo arcabouço fiscal no Brasil.

<sup>15</sup> Até o momento, não foram identificados novos relatórios de avaliação da gestão do investimento público no Brasil após o documento divulgado em 2018 pelo FMI. Esse relatório de 2018, intitulado “Avaliação da Gestão do Investimento Público” (*Public Investment Management Assessment – PIMA*), foi elaborado com base em informações disponíveis até agosto de 2017 e publicado em novembro de 2018.



coordenação entre os governos federal e locais é insuficiente, uma vez que as transferências de capital são fragmentadas e a União mantém um papel predominante no planejamento de projetos que poderiam ser descentralizados.

No que diz respeito à alocação orçamentária, o Brasil enfrenta um problema significativo na ausência de tetos orçamentários plurianuais para os gastos de capital. O relatório observa que, embora existam projeções para o Plano Plurianual (PPA), essas não são detalhadas ano a ano e não incluem uma análise do custo total do ciclo de vida dos projetos, o que dificulta a previsibilidade e a execução eficiente do orçamento. Outro problema crítico é a ausência de critérios padronizados para avaliação e seleção de projetos de investimento (FMI, 2018). Não há diretrizes estabelecidas para análises econômico-financeiras, nem um processo eficiente de filtragem para inclusão de projetos no orçamento, tornando a seleção de investimentos vulnerável a interesses políticos e práticas ineficientes.

A implementação dos investimentos também enfrenta desafios estruturais, especialmente no que diz respeito à proteção dos gastos de capital. O relatório do FMI aponta que as regras formais oferecem pouca proteção ao orçamento de capital, tornando os investimentos públicos excessivamente sujeitos a contingenciamentos e cortes orçamentários de curto prazo. Além disso, atrasos e estouros de custos são frequentes, devido à ausência de uma abordagem padronizada para a gestão de projetos de grande porte, o que leva a ineficiências significativas na implementação de infraestrutura.

Por fim, a transparência na execução orçamentária é insuficiente, uma vez que não há auditoria sistemática *ex post*, e práticas deficientes de aquisição aumentam a ineficiência do orçamento de capital. Embora os ativos não financeiros sejam contabilizados, o Brasil ainda precisa ampliar a coerência da contabilidade patrimonial para aprimorar a gestão dos investimentos públicos de longo prazo.

Diante dessas deficiências, a incorporação do RLC no SNA 2025 poderia fornecer uma abordagem alternativa para classificar os investimentos públicos como ativos produtivos, reduzindo o viés contra o gasto público. Isso permitiria um tratamento mais adequado das despesas de capital, diferenciando-as de gastos correntes, e potencialmente melhorando a sustentabilidade fiscal sem comprometer o crescimento econômico. Contudo, a eficácia dessa abordagem dependeria da implementação de reformas institucionais que aprimorem a avaliação, seleção e execução de investimentos públicos no Brasil.

Falta no Brasil, e assim como em diversos países, e até mesmo nos desenvolvidos, um planejamento financeiro eficiente sobre as despesas com investimento público. Esta



falta de planejamento reflete não apenas uma falta de intenção, e de propósito, político com o gasto público de capital, como também a precariedade da falta de dados e informações sobre o investimento público, tanto na avaliação sobre a relevância do projeto quanto na aferição das despesas.

### Considerações finais

Quando o *White Paper* de 1941 foi finalmente elaborado, Keynes teve uma participação direta, além de continuar atuando nos demais documentos que passaram a adotar as estimativas. Entretanto, as estimativas apresentadas no *White Paper* de 1941, as quais também foram publicadas na forma de nota metodológica no *Economic Journal* por solicitação do próprio Keynes, não estavam ainda integradas com o propósito de atender a comparabilidade internacional. Isso irá acontecer após a morte de Keynes em 1946.

O primeiro relatório oficial da ONU, onde encontramos a articulação da contabilidade nacional ao propósito da comparabilidade internacional foi elaborado em 1945 por Stone, sendo publicado em 1947. E o primeiro SNA surge em 1952, orientado em grande parte pela visão de Stone que enaltece, sem ressalvas, a influência de Clark, mas não a de Keynes, na criação do arcabouço conceitual apropriado do sistema de contas para garantir a comparabilidade internacional. Desde 1993, o mundo segue, mesmo que com as devidas adaptações e alterações dadas as particularidades de cada país, o sistema padrão do SNA para utilização do PIB.

Em suma, a história do multiplicador e das estimativas de renda nacional revela uma disputa sobre o papel do investimento público na economia. Enquanto Keynes concebia as estatísticas econômicas como uma ferramenta para viabilizar um planejamento fiscal mais eficiente, a contabilidade nacional moderna evoluiu para um modelo padronizado que não incorpora diretamente os efeitos dinâmicos do investimento governamental. As cartas que Keynes trocou com os autores mencionados, inclusive Clark, mostram como a sua crítica tinha implicações profundas sobre o próprio propósito da contabilidade nacional. Contudo, o projeto de Clark se tornou o mais influente, assim como o propósito da comparabilidade internacional. Maria da Conceição Tavares deixou claro na epígrafe desse texto o tratamento que Keynes recebeu em suas diversas frentes após a 2ª GM. O SNA 2025 com a introdução do RLC pode representar um avanço nesse sentido, mas sua efetividade dependerá de sua aceitação como um instrumento legítimo para reformular as políticas fiscais contemporâneas.



### Referências Bibliográficas

BIDERMAN, C; COZAC, L. F.; REGO, J. M. *Conversas com economistas brasileiros*. São Paulo: Ed. 34, 1996.

CHICK, V. Time and the Wage-unit in the Method of The General Theory: history and equilibrium. In: LAWSON, T; PENSARAN, H. **Keynes Economics Methodological Issues**, 150-160, 1985.

CLARK, C. *The National Income*. London: Macmillan, 1932.

60

\_\_\_\_\_. *National Income and Outlay*. London: Macmillan, [1937]1965.

\_\_\_\_\_. *The Conditions of Economic Progress*. London: Macmillan, 1940.

**FMI**. Brasil: Relatório de Assistência Técnica - Avaliação da Gestão do Investimento Público. **IMF Country Report**. Washington, D.C.: FMI, 18/249, 2018.

KAHN, R. F. The Relation of Home Investment to Unemployment. **Economic Journal**, 41(163), pp. 173–98, 1931.

\_\_\_\_\_. *The Making of Keynes' General Theory*, London: Cambridge University Press, 1984.

KEYNES, J. M. *How to Pay for the War*. London: MacMillan and Co. Limited, 1940a.

\_\_\_\_\_. The Concept of National Income: A Supplementary Note. **The Economic Journal**, V. 50, n. 197, march, pp. 60-65, 1940b.

\_\_\_\_\_. The general theory and after: a supplement. **The Collected Writings of John Maynard Keynes – CWJMK, XXVII**, London: Royal Economic Society, 2013a.

\_\_\_\_\_. A Treatise on Money. **The Collected Writings of John Maynard Keynes – CWJMK, V**, New York: Cambridge University Press, [1930] 2013b.

\_\_\_\_\_. The General Theory of Money, Interest and Employment. **The Collected Writings of John Maynard Keynes, CWJMK, VII**. New York: Cambridge University Press, [1936] 2013d.

**ONU**. *Guidelines for Estimating the Net Return to Capital for Non-Market Production*. Nova York: Nações Unidas, 2025. Elaborado pelo Inter-secretariat Working Group on National Accounts (ISWGNA). Disponível em: [https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/RAdocs/Estimating\\_Net\\_Return\\_to\\_Capital.pdf](https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/RAdocs/Estimating_Net_Return_to_Capital.pdf). Acesso em: 20 de Fevereiro de 2025.

SARDONI, C. The public debt and the Ricardian equivalence: Some critical remarks. **Structural Change and Economic Dynamics**, 58, pp. 153–160, 2021.



## Ainda Estou Aqui – Um filme que levanta questões e provoca debates

Paulo Gonzaga M. de Carvalho p pesquisador do Finde/UFF<sup>16</sup>

“Filmes não são apenas entretenimento; eles são ferramentas poderosas para a mudança social, ao conscientizar, promover empatia e inspirar ação”.

vivekagnihotri.com

61

O Filme “Ainda Estou aqui” parece não sair de cartaz dos cinemas e das <sup>17</sup>discussões. Na história do cinema brasileiro possivelmente nenhum filme mobilizou com tanta intensidade a população. É um fenômeno social, basta ver a enorme quantidade de artigos, posts e vídeos que saíram no Brasil (e no exterior) sobre o filme. O filme mobiliza pessoas de diferentes posições políticas. “Um dos bairros mais à direita de São Paulo, a sala visitada na Mooca não chegou a aplaudir o filme, mas tinha sessões quase esgotadas nesta semana. A região da cidade foi a terceira com mais votos para Jair Bolsonaro<sup>18</sup>.” Um de seus maiores méritos do filme foi conseguir “transformar um filme que deveria ser político num objeto para toda a família”<sup>19</sup>.

A disputa pelo Oscar teve ares de Copa do Mundo, com exibição pública da premiação, em vários locais, acompanhada de frenética torcida. Fernanda Torres virou até máscara de carnaval. O objetivo desse artigo é discutir algumas das questões levantadas por esse filme.

---

<sup>16</sup> Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa de Castro e dos editores do Boletim do Finde e também um agradecimento especial a Marcus Gasparian pela entrevista concedida.

<sup>17</sup> Macunaíma é considerado um filme da terceira fase do Cinema Novo (1968-1972), quando este, por conta do endurecimento do regime, perdeu muitas de suas características iniciais. Nesse momento Glauber Rocha estava auto exilado no exterior. Vide Cinema Novo disponível em <https://www.aicinema.com.br/cinema-novo/> acesso em 08/03/2025. Cacá Diegues tem uma visão um pouco diferente "Eu acho que o cinema novo acabou em 1968. Tem data marcada. Foi o Ato Institucional nº5 de 1968, porque tiraram da gente a nossa matéria-prima, que era a realidade brasileira.". vide Cacá Diegues lembra como o cinema novo ajudou outros países; leia entrevista inédita disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2025/02/caca-diegues-lembra-como-o-cinema-novo-ajudou-outros-paises-leia-entrevista-inedita.shtml> acesso em 08/03/25

<sup>18</sup>Por que 'Ainda Estou Aqui', com Fernanda Torres, vem sendo aplaudido no cinema <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2024/11/por-que-ainda-estou-aqui-com-fernanda-torres-vem-sendo-aplaudido-no-cinema.shtml> acesso em 19/3/25

<sup>19</sup> Opinião de Adhemar de Oliveira, administrador do Espaço Augusta de Cinema. <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2024/11/por-que-ainda-estou-aqui-com-fernanda-torres-vem-sendo-aplaudido-no-cinema.shtml> acesso em 19/03/25



### Um filme pode mudar alguma coisa na sociedade?

Segundo Cacá Diegues, falando sobre o Cinema Novo, “queríamos simplesmente mudar o cinema, o Brasil e o mundo. Pode ser que não tenhamos atingido nossos objetivos, mas o Cinema Novo (CN), com certeza, ajudou a mudar formas de pensar o Brasil”<sup>20</sup>. O Cinema Novo tinha grandes pretensões e, sem dúvida, conseguiu mudar o cinema brasileiro e ter impacto no cinema mundial contribuindo para se repensar o Brasil. Mas nenhum de seus filmes foram sucesso de público comparável com Ainda Estou Aqui (AEA). O único, com bom público, foi Macunaíma de Joaquim Pedro de Andrade - uma comédia com comentários sociais<sup>21</sup> - porém nesse quesito ficou longe de AEA. Como se dizia antigamente, o Cinema Novo, ao contrário de AEA, “não atingiu as massas”, o que limitou seu impacto social. Portanto AEA alcançou algo que o CN sempre desejou e nunca atingiu.

62

O impacto social de AEA é inegável, com destaque para o grande fortalecimento do movimento a favor da revisão da lei da anistia, em discussão no STF, que vem sendo acompanhado de manifestações políticas em vários lugares do país, inclusive em frente ao prédio onde mora um antigo membro do aparelho repressivo ligado à morte de Rubens Paiva. Há outras iniciativas. Eduardo Paes (PSD), decidiu criar Casa do Cinema Brasileiro e para isso desapropriou a casa na Urca, onde o filme foi filmado. O governador da Bahia, Jerônimo Rodrigues (PT) adotou o livro homônimo de Marcelo Rubens Paiva, nas bibliotecas de escolas públicas estaduais. A Assembleia Legislativa fluminense (Alerj) aprovou a entrega da Medalha Tiradentes a Marcelo Rubens Paiva. Além disso surgiram vários projetos de lei nos âmbitos federal e estadual, para fins diversos, tendo como objetivo valorizar o filme e seus personagens<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> ABL na mídia - Estadão - Morre Cacá Diegues, cineasta fundador do ‘Cinema Novo’, aos 84 anos; relembre sua trajetória – disponível em <https://www.academia.org.br/noticias/abl-na-midia-estadao-morre-caca-diegues-cineasta-fundador-do-cinema-novo-aos-84-anos> acesso em 08/03/25

<sup>21</sup> Todas as Mulheres do Mundo de Domingos de Oliveira, também uma comédia, teve bom público. Mas muitos não consideram esse filme como parte do Cinema Novo. Domingos tinha críticas ao movimento “O cinema novo foi um movimento muito limitado artisticamente pela proposta política. Era um grupo de intelectuais, muito bem-intencionados, às vezes muito talentosos, mas nunca escreveram sobre suas vidas ou sobre as vidas dos amigos, sobre as coisas que entendem bem e podiam falar com profundidade. Trabalharam o tempo todo sobre um tema que conheciam pouco” vide Em entrevista, Domingos Oliveira critica o cinema novo disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/folha/ilustrada/ult90u61381.shtml> acesso em 19/03/25

<sup>22</sup> Um inventário dessas iniciativas está na matéria “Ainda estamos aqui”: políticos ‘surfam’ no Oscar brasileiro com projetos de lei, homenagens, medalha e até museu” publicada no jornal O Globo em 9/3/25 disponível em <https://oglobo.globo.com/politica/noticia/2025/03/09/ainda-estamos-aqui-politicos-surfam-no-oscar-brasileiro-com-projetos-de-lei-homenagens-medalha-e-ate-museu.ghtml> acesso em 09/03/25



Um filme, ou de forma mais genérica uma obra de arte, pode mudar a sociedade? O quadro de Picasso mais importante - *Les Demoiselles d'Avignon* (1907) – e o movimento cubista revolucionaram o mundo da arte, mas tiveram pouco impacto na sociedade. Maior impacto teve o quadro *Guernica* (1937), tornando-se um símbolo da destruição provocada pela violência nazista na guerra civil espanhola (1936-1939).

Se utilizarmos como referência a tradicional lista da revista britânica *Sight and Sound*<sup>23</sup>, os três melhores filmes da história do cinema, segundo a votação de 2022<sup>24</sup>, seriam: Jeanne Dielman, 23, quai du Commerce, 1080 Bruxelles (Chantal Akerman, 1975); Corpo que Cai (Vertigo de Alfred Hitchcock, 1958); Cidadão Kane (Orson Welles, 1941). O primeiro é um filme desconhecido para o grande público, mas muito valorizado pelo movimento feminista. Os dois seguintes são de diretores de inegável renome, mas seus filmes não tiveram impacto social. Alguns filmes explicitamente políticos tiveram mais influência servindo até como instrumento de propaganda como é o caso Batalha de Argel (Gillo Pontecorvo 1966- 45° posição), Encouraçado Potemkin (Sergei M. Eisenstein 1925 - 54° na lista). Há apenas um filme brasileiro nessa lista, que é Limite (Mario Peixoto 1931 - 211° posição) um filme mudo, de grande valor artístico, mas tanto na época que foi feito como ainda hoje, é desconhecido do grande público. Fora da atual lista *Sight and Sound*, possivelmente devido a mensagem política equivocada, estão os importantes filmes O Nascimento de uma Nação (D. W. Griffith 1915) e Triunfo da Vontade (Leni Riefenstahl 1935). O primeiro é considerado um marco em termos do desenvolvimento da linguagem cinematográfica. Segundo o crítico Joshua Klein, “ Não há controvérsias quanto aos méritos técnicos e artísticos da obra ...., Griffith introduziu o uso de closes dramáticos, traveling ...., ação paralela, alternância de sequencias,..., e até mesmo a primeira trilha sonora orquestrada” (Schneider 2013) p.24. Mas é também um filme racista que faz apologia a Ku Klux Klan, tendo contribuído para o crescimento do movimento<sup>25</sup>.

Triunfo da Vontade (Leni Riefenstahl 1935) segundo a crítica Angela Errigo “ trata- se de um filme fabuloso, vulgar, porém mítico, e, tecnicamente falando, um êxito indiscutível e esmagador” (Schneider 2013) p.111. O filme seria inovador na técnica ‘ desde enquadramentos engenhosos e composições impactantes até o ritmo implacável de sua habilidosa montagem” (Schneider 2013) p.111. Simultaneamente o

<sup>23</sup> A relação de melhores filmes da revista *Sight and Sound* é a mais tradicional e conceituada no meio cinematográfico.

<sup>24</sup> Vide <https://www.bfi.org.uk/sight-and-sound/greatest-films-all-time> acesso em 09/03/25

<sup>25</sup> Vide *How a racist film helped the Ku Klux Klan grow for generations* The Economist 27 março de 2021 disponível em <https://www.economist.com/graphic-detail/2021/03/27/how-a-racist-film-helped-the-ku-klux-klan-grow-for-generations> acesso em 09/05/25



filme é uma poderosa peça de propaganda do regime nazista. Segundo Susan Sontag “o filme mais bem-sucedido e puramente propagandístico já feito” (Sontag 1975) É muito comum encontrar documentários sobre o nazismo com cenas desse filme. Assim como O Nascimento de uma Nação, Triunfo da Vontade foi um grande sucesso de público quando de seu lançamento.

Alguns filmes, abertamente políticos, atingem o grande público e foram poderosos instrumentos de propaganda, influenciando dessa forma a sociedade. Entretanto esse não é caso de AEA que na essência é um drama familiar, fruto de contexto político autoritário. Ainda Estou Aqui tem afinidade com filmes do neorealismo italiano, que nos conscientizam de uma realidade social por meio da empatia com o núcleo familiar do filme.

Não há dúvida de que filmes conscientizam, promovem empatia e inspiram ação<sup>26</sup>. A empatia, pela família Paiva e Eunice em especial, é o elemento mais importante. A empatia é acompanhada de uma visão crítica do regime militar, que muitos poderiam não ter antes de ver o filme. Possivelmente mudou, em alguma medida, a avaliação da opinião pública sobre o regime militar. Um indicador disso é a reação de silêncio da extrema direita frente ao filme. Em alguns casos essa conscientização inspira ações de movimentos sociais, como as que houveram contra o regime militar. Isso deve levar a mudanças políticas, no caso, da Lei da Anistia. Parafraseando Paulo Freire, pode-se dizer que o cinema não muda o mundo, mas pode mudar as pessoas e as pessoas mudam o mundo<sup>27</sup>.

É muito difícil medir o impacto de um filme na sociedade e, portanto, na mudança social. Mas alguns filmes claramente contribuíram para isso. Além dos já citados pode-se relacionar: Nada de Novo no Front (Lewis Milestone 1930), assim como o livro, deu importante contribuição no movimento contra a guerra, chegando a ser proibido na Alemanha nazista por conta disso; Philadelphia (Jonathan Demme 1993) gerando empatia por pessoas com Aids, no momento em que eram muito estigmatizadas, inclusive nas políticas públicas; Adivinhe Quem Vem para Jantar? (Stanley Kramer 1967) primeiro filme importante sobre um namoro inter-racial num momento de luta por direitos civis nos EUA. Esses filmes têm em comum um acerto de

<sup>26</sup> Vide *Can Films Start Social Movements and Change Society? Yes, They Can*. Disponível em <https://vivekagnihotri.com/can-films-start-social-movements-and-change-society-yes-they-can/#:~:text=Films%20are%20not%20just%20entertainment,to%20create%20a%20brighter%20future>.

Acesso em 09/03/25

<sup>27</sup> A frase original de Paulo Freire é “Educação não transforma o mundo. Educação muda as pessoas. Pessoas transformam o mundo”. <https://vestibulares.estategia.com/portal/actualidades-e-dicas/24-citacoes-de-paulo-freire-sobre-educacao-para-usar-na-redacao/> acesso em 18/03/25



“timing”. Eram os filmes certos na hora certa. No caso dos dois últimos, não seria possível produzi-los 5 anos antes pois não havia espaço para grandes produções de Hollywood abordarem os temas de AIDS (*Philadelphia*) e de segregação racial (*Adivinhe Quem Vem para Jantar?*). Se produzidos cinco anos depois, em 1998 e 1972, respectivamente, não causariam tanto impacto, pois o momento já tinha passado.

Excetuando *Ainda Estou Aqui*, que filme brasileiro poderia entrar nessa relação? Possivelmente nenhum entraria. O Brasil fez bons filmes de temática social e política, mas não tiveram grande público, caso de Vidas Secas (Nelson Pereira dos Santos 1963), ou impacto na sociedade, caso dos filmes de Hector Babenco. Carandiru (Babenco 2003), por exemplo, teve bom público, mas não gerou nenhum movimento por mudanças nas condições carcerárias ou de punição dos responsáveis pelo massacre de prisioneiros.

#### Por que não ganhamos o Oscar antes?

São vários os motivos de nosso insucesso no Oscar. Houve quatro tipos de problema: qualidade dos filmes; empenho dos cineastas e do governo na campanha (inscrição no Oscar, participação em festivais, distribuição ampla); critério de seleção pela academia; concorrência.

Tivemos perto de ganhar o Oscar de filme estrangeiro – agora chamado de filme internacional – quatro vezes, antes de *Ainda Estou Aqui*. Ficamos entre os cinco finalistas dessa categoria com – O Pagador de Promessas (Anselmo Duarte 1962), O Quadrilho (Fábio Barreto 1995); O que é Isso Companheiro (Bruno Barreto 1997) e Central do Brasil (Walter Salles 1998). Desses quatro filmes, apenas o primeiro e o último estão na relação da Associação Brasileira de Críticos de Cinema (ABRACCINE) dos 100 melhores filmes brasileiros de todos os tempos, respectivamente nas posições 9º e 11º<sup>28</sup>. Tanto “O Pagador de promessas”, quanto “Central do Brasil”, tiveram uma impressionante carreira em festivais – o primeiro foi Palma de Ouro em Cannes e o segundo Urso de Ouro em Berlim. É visível que *Quadrilho* e *O que é Isso Companheiro* não eram filmes competitivos, pois nem no Brasil foram reconhecidos. Segundo o diretor Fernando Meirelles (*Cidade de Deus*) “o Brasil tem escolhido sistematicamente

<sup>28</sup> Vide Abraccine lança “100 melhores filmes brasileiros” no Festival de Gramado disponível em <https://abracine.org/2016/09/04/abracine-lanca-100-melhores-filmes-brasileiros-no-festival-de-gramado/> acesso em 10/03/25



os filmes errados. As pessoas das comissões escolhem os filmes que eles gostam, que eles acham que merece um prêmio, mas não o filme que teria chance no Oscar.”<sup>29</sup>

Com tanto tempo passado, é difícil avaliar o motivo de O Pagador de Promessas (1962) não ter ganho. Mas até aquele momento só filmes europeus e japoneses tinham conquistado esse prêmio. Os primeiros filmes de fora dessas áreas que alcançaram esse prêmio foram Argélia (1969), Costa do Marfim (1976), Argentina (1985). No entanto, no caso dos dois primeiros filmes, os diretores eram europeus – Costa-Gravas e Jean-Jacques Annaud, respectivamente. O Pagador de Promessas perdeu para o filme francês Sempre Aos Domingos (Sundays and Cybèle) dirigido por Serge Bourguignon, à época bem prestigiado pela Academia. Concorria também nas categorias Melhor Roteiro Adaptado e Melhor trilha sonora adaptada. Foi o grande momento de Serge Bourguignon, que só fez mais dois filmes, ambos sem sucesso de público ou crítica.

No caso de Central do Brasil, o motivo foi encontrar um forte concorrente. No caso, o filme A Vida é Bela (Roberto Benigni 1997) enorme sucesso de crítica (Palma de Ouro em Cannes) e público, inclusive nos EUA<sup>30</sup> e era distribuído pela poderosa Miramax, no auge de sua influência no Oscar. A Miramax teve nesse ano (1998) uma campanha tão agressiva, que levou a academia mudar as regras para que isso não se repetisse<sup>31</sup>. A Miramax conseguiu com Shakespeare Apaixonado derrotar O Resgate do Soldado Ryan de Steven Spielberg, considerado um dos melhores filmes já feitos<sup>32</sup>. Harvey Weinstein o principal executivo da empresa, hoje está preso devido a total falta de ética profissional, com destaque para prática rotineira de assédio sexual. A Vida é Bela acabou ganhando melhor filme internacional e o inédito de melhor ator com um filme não falado em inglês. Benigni, no que muitos chamam de “maldição do Oscar”, nunca

<sup>29</sup> <https://g1.globo.com/pop-arte/cinema/noticia/2025/01/22/cidade-de-deus-no-oscar-os-bastidores-da-única-vez-em-que-o-brasil-teve-4-indicações.ghtml> acesso em 17/03/25

<sup>30</sup> A Vida é Bela é ainda hoje a segunda maior bilheteria de um filme estrangeiro nos EUA, só perdendo para O Tigre e o Dragão (Ang Lee 2000) vide <https://www.rtnews.com/slideshow/3671/top-grossing-foreign-films-in-us-crouching-tiger-la-cage-aux-folles-postino-life-is-beautiful-fearless.aspx?Slide=9> acesso em 10/03/25

<sup>31</sup> “As regras contra o lobby direto foram estabelecidas, principalmente, após o Oscar de 1999, que terminou com “Shakespeare apaixonado” (1998) como o grande vencedor da cerimônia. Os produtores Harvey e Robert Weinstein, da Miramax, fizeram uma campanha agressiva, com festas para os membros da Academia, ligações para os votantes e US\$ 5 milhões gastos em publicidade, maior valor até então”. Como foi a campanha de ‘Ainda estou aqui’ por votos no Oscar disponível em <https://www.nexojornal.com.br/expresso/2025/02/17/campanha-oscar-ainda-estou-aqui> acesso em 17/03/25

<sup>32</sup> American Film Institute considera O Resgate do Soldado Ryan 8º melhor na categoria de filmes épicos. Já Shakespeare Apaixonado não consta da relação das 100 melhores comédias. Vide <https://www.afi.com/afi-lists/> acesso em 16/03/25



mais dirigiu um filme de peso e até hoje é lembrado, como diretor, apenas por *A Vida é Bela*.

Alguns filmes brasileiros, bastante competitivos não entraram na lista dos concorrentes a melhor filme estrangeiro. *Pixote* de Hector Babenco (1980) foi muito bem recebido pela crítica americana e foi considerado pela Associação Brasileira de Críticos de Cinema (ABRACCINE) o 12º melhor filme nacional<sup>33</sup>. Foi indicado pelo Brasil para concorrer ao Oscar, mas foi desqualificado, pois, por falha da Embrafilme, não cumpriu as regras da Academia para data de estreia no Brasil<sup>34</sup>.

*O Beijo da Mulher Aranha* (1985) de Hector Babenco, considerado pela ABRACCINE o 61º melhor filme brasileiro, obteve várias premiações internacionais com destaque para melhor ator (William Hurt) no festival de Cannes. No Oscar concorreu a melhor filme, diretor, ator e roteiro adaptado, ganhando melhor ator. Não foi indicado pelo Brasil para concorrer ao Oscar de filme estrangeiro por ser falado em inglês, e não em português como requeria a Academia<sup>35</sup>.

*Cidade de Deus* (2002) de Fernando Meirelles, considerado pela ABRACCINE o 8º melhor filme brasileiro, e com várias premiações internacionais, foi indicado pelo Brasil para concorrer ao Oscar de melhor filme internacional. Não selecionado pela academia e nesse caso pesou o conservadorismo da comissão de seleção, um número restrito de pessoas com idade acima da média da academia, que não gostou da violência do filme<sup>36</sup>. Mas com apoio da Miramax, agora do nosso lado, conseguiu quatro indicações ao Oscar em direção, roteiro adaptado, fotografia e montagem<sup>37</sup>.

Em 2004 tivemos o caso bem atípico de *Diários Motocicleta* de Walter Salles. O filme fez boa carreira internacional – estima-se que atingiu 12 milhões de

<sup>33</sup> <https://abraccine.org/2015/11/27/abraccine-organiza-ranking-dos-100-melhores-filmes-brasileiros/> acesso em 17/03/25

<sup>34</sup> Vide *Nomination Intricacies For Foreign-Film Oscar* disponível em <https://www.nytimes.com/1989/02/21/movies/nomination-intricacies-for-foreign-film-oscar.html> acesso em 17/03/25

<sup>35</sup> Vide 'Ainda estou aqui' é 1º brasileiro indicado a Melhor Filme, mas Oscar já teve coprodução nacional indicada; entenda disponível em <https://g1.globo.com/pop-arte/cinema/noticia/2025/01/23/ainda-estou-aqui-e-1º-brasileiro-indicado-a-melhor-filme-mas-oscar-ja-teve-coproducao-nacional-indicada-entenda.ghtml> cesso em 16/03/25

<sup>36</sup> Para mais informações sobre esse episódio vide o vídeo Delagonore - Cidade de Deus e o esnobe no Oscar de melhor filme estrangeiro em 2003 - Histórias do Oscar #5 <https://www.youtube.com/watch?v=HsZI-E1LpFc> acesso em 17/03/25

<sup>37</sup> Vide 'Cidade de Deus' no Oscar: Os bastidores da única vez em que o Brasil teve 4 indicações disponível <https://g1.globo.com/pop-arte/cinema/noticia/2025/01/22/cidade-de-deus-no-oscar-os-bastidores-da-unica-vez-em-que-o-brasil-teve-4-indicacoes.ghtml> acesso em 17/03/25



espectadores, o dobro de Central do Brasil<sup>38</sup> - e ganhou vários prêmios, tais como: Bafta<sup>39</sup> (o “Oscar” inglês) e Goya (o “Oscar” espanhol) de melhor filme estrangeiro, Independent Spirit Awards (o “Oscar” do cinema independente americano) de melhor fotografia. No entanto, não poderia concorrer pelo Brasil pois era falado predominantemente em espanhol. Talvez fosse possível concorrer por outro país, mas os produtores optaram por tirá-lo da disputa do Oscar de filme estrangeiro<sup>40</sup>. Mas foi indicado a dois Oscar, de roteiro adaptado e canção, ganhando esse último com "Al otro lado del río" de Jorge Drexler, compositor uruguai.

### Por que ganhamos o Oscar com Ainda Estou aqui?

68

“Oscar não é só qualidade” Delegonore

Ganhamos o Oscar por três motivos, AEA era um filme muito competitivo – vide premiações - com apoio de distribuidora de peso (Sony Pictures Classics) fez uma grande campanha e tivemos sorte. Os dois primeiros fatores levaram AEA a ficar entre os 5 finalistas de filme internacional. A vitória veio por dois golpes de sorte, eventos externos que nos favoreceram. Há também eventos externos de cunho político, um deles crucial.

O primeiro evento externo foi o incêndio em Los Angeles. O período de votação das candidaturas para o Oscar seria de 8 a 12 de janeiro, mas foi prorrogado, por causa do incêndio, até 14 de janeiro. Com isso houve mais tempo para a repercussão na mídia da vitória de Fernanda Torres no Globo de Ouro, ocorrido no dia 5. Isso foi um marco na campanha do filme.

O segundo evento externo foi a reversão de expectativas quanto as chances de vitória de Emilia Pérez. Esse filme entra na disputa como franco favorito, liderando em número de indicações (13), incluindo filme internacional. No final de janeiro, declarações controversas de Karla Sofía Gascón no Twiter, atacando negros e muçulmanos repercutiram muito mal nas redes sociais e isso abalou profundamente a campanha para o Oscar. Como consequência, o filme perde favoritismo. Este filme tinha acabado de ganhar o Globo de Ouro de melhor filme em língua não inglesa, disputando com Ainda Estou Aqui e tinha sido destaque na premiação em Cannes,

---

<sup>38</sup> Como foi a jornada de ‘Ainda Estou Aqui’ ao Oscar: dos 8 anos de gestação às mais de 700 de salas de cinema nos EUA disponível em <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2025/02/28/como-foi-a-jornada-de-ainda-estou-aqui-ao-oscar-dos-8-anos-de-gestacao-as-mais-de-700-de-salas-de-cinema-nos-eua.ghtml> acesso em 17/03/25

<sup>39</sup> British Academy of Film and Television Arts

<sup>40</sup> Como foi a jornada de ‘Ainda Estou Aqui’ ao Oscar: dos 8 anos de gestação às mais de 700 de salas de cinema nos EUA, link na nota 15.



conquistando o prêmio do júri e o de melhor atriz para as intérpretes femininas<sup>41</sup>. Se as declarações de Gascón tivessem se tornado públicas no meio de janeiro e não em final de dezembro, os resultados do Oscar poderiam ser bem diferentes.

O cancelamento de uma atriz nas redes sociais, tira os méritos artísticos do filme em que ela trabalha? Na prática, a resposta é sim. Se isso é justo ou não, é uma outra discussão. Essa situação tem parentesco com os dos filmes *O Nascimento de uma Nação* (D. W. Griffith 1915) e *Triunfo da Vontade* (Leni Riefenstahl 1935), que, apesar de sua contribuição à linguagem cinematográfica, ficaram fora da prestigiosa lista de melhores filmes da revista *Sight and Sound*, o que não deixa de ser um tipo de cancelamento, devido ao apoio a políticas extremistas – racismo e nazismo respectivamente.

O terceiro evento externo foi a eleição de Lula para presidente. Se Bolsonaro tivesse sido reeleito dificilmente Ainda Estou Aqui seria o candidato do Brasil ao Oscar de filme internacional. Bolsonaro sempre foi autoritário e defensor de torturadores, seria difícil imaginar que iria deixar que essa indicação acontecesse. Nesse caso ficaríamos sem Oscar, pois AEA não ganhou melhor filme, nem melhor atriz.

Pode-se considerar a eleição de Trump e ascensão da extrema direita no mundo como um quarto fator externo. Como o filme passa durante uma ditadura de extrema direita, ele se torna atual, ao servir de alerta ao que pode vir a acontecer. Cinco anos trás, muitos podiam achar que a ascensão da extrema direita era algo episódico, agora não. O timing do ambiente político ajudou o filme.

### O caminho está aberto para o próximo Oscar?

“Um projeto de cinema é um investimento de risco. E não é só um risco financeiro, é um risco de realização. Você pode contratar um roteiro, e o roteiro não ficar bom. O roteiro pode ficar bom, e o distribuidor não querer financiar o seu filme. Você pode demorar sete anos para financiar um longa, aí acontece e parece que é fácil”. Rodrigo Teixeira (um dos produtores de Ainda Estou Aqui)<sup>42</sup>

Não há dúvida que a experiência de Ainda Estou Aqui será referência para os próximos filmes brasileiros indicados ao Oscar. O primeiro passo é a elaboração do argumento do filme que é base do roteiro. Com o argumento e/ou o roteiro pronto faz-se o projeto de produção do filme e parte-se para procurar financiamento. A elaboração do roteiro

<sup>41</sup> Foi um prêmio atípico, pois não foi dado para uma atriz específica e sim para todas as atrizes do filme.

<sup>42</sup> Não sou um bom gestor, sou criador, afirma o produtor do premiado 'Ainda Estou Aqui' disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2025/03/produtor-de-ainda-estou-aqui-tenta-superar-crise-com-credores-causada-por-dividas.shtml> acesso em 18/03/25



é um processo demorado. O roteiro de *Ainda Estou aqui* começou a ser elaborado por Murilo Hauser e Heitor Lorega em 2016<sup>43</sup>. Portanto, entre o início do trabalho do roteiro e o lançamento do filme, passou-se quase 10 anos. Pode demorar mais, o roteiro de “*Que horas Ela Volta*” de Anna Muylaert, por exemplo, começou a ser escrito em 2002 e o filme só foi lançado de 2015<sup>44</sup>.

Murilo Hauser e Heitor Lorega trabalharam anos no roteiro com liberdade criativa e interagindo Walter Salles e outros membros da equipe. Mas a experiência que tiveram foi atípica pois “roteiristas e associações que representam o ofício se queixam de um mercado precarizado, com contratos desfavoráveis, baixa remuneração, desrespeito à propriedade intelectual e outras práticas de desvalorização profissional”<sup>45</sup>.

Segundo a Abra (Associação Brasileira de Autores Roteiristas) apenas 27,5% dos roteiristas conseguem viver apenas do trabalho com roteiro. O modelo de remuneração mais comum é por entrega ou por aprovação e não o pagamento semanal ou mensal. Segundo André Mielnik, presidente da Abra, “O pagamento por aprovação basicamente funciona assim: 'se eu não gostei do que você escreveu, eu vou devolver e você vai escrever do jeito que eu quero e só assim você vai ser pago'<sup>46</sup>. No Brasil não existe remuneração de direitos autorais do roteirista quando o filme é exibido ou quando é utilizado para treinar sistemas de inteligência artificial. Há também falta apoio do setor público. Por exemplo, desde 2018, não existem editais do Fundo Setorial do Audiovisual (FSA) para o desenvolvimento de roteiros. Fica claro que precisamos uma política pública para a área de elaboração de roteiros, que é o ponto de partida para qualquer filme.

O acordo de coprodução, para *Ainda Estou Aqui*, entre VideoFilmes (Brasil) e Mact (França), em 2017 foi o ponto de partida para produção do filme. Ambas as produtoras já haviam trabalhado juntas em *Central do Brasil*. Não se recorreu a recursos públicos, nem a recursos privados via lei Rouanet. As pré-vendas para diferentes países começou no Festival de Cannes em 2021 já com base na leitura do roteiro. Houve adesão de

---

<sup>43</sup> Roteiro de 'Ainda Estou Aqui', premiado em Veneza, criou uma Eunice própria disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2025/02/roteiro-de-ainda-estou-aqui-premiado-em-veneza-criou-uma-eunice-propria.shtml> acesso em 18/3/25

<sup>44</sup> Como fazer um roteiro disponível em <https://www.aicinema.com.br/como-fazer-um-roteiro/> acesso em 18/3/25

<sup>45</sup> Roteiristas desvalorizados: por que é tão difícil repetir sucesso de 'Ainda Estou Aqui'? disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrada/2025/03/roteiristas-desvalorizados-por-que-e-tao-dificil-repetir-sucesso-de-ainda-estou-aqui.shtml> acesso em 18/03/25

<sup>46</sup> Roteiristas desvalorizados: por que é tão difícil repetir sucesso de 'Ainda Estou Aqui'? Link disponível na nota 23.



distribuidoras independentes como a BIM (Itália), e a Vertigo (Espanha), ambas já haviam feito esse trabalho em ‘Diários de Motocicleta’ (2004)<sup>47</sup>. Ainda em 2021 foram incorporadas ao projeto Canal Plus, Studio Canal, rede cultural ARTE, RT Features (de Rodrigo Teixeira) e Globoplay. Em 2023, ano da filmagem, a Library Pictures, financiadora de filmes independentes, entrou no projeto, conseguindo a garantia pelos direitos para os EUA<sup>48</sup>.

Os gigantes do streaming- Netflix e Amazon – não foram procurados. Ambos exigem uma janela curta entre a exibição no cinema e no streaming. A Globoplay se comprometeu em dar um intervalo de 5 meses entre o lançamento no cinema e exibição no streaming<sup>49</sup>. Foi uma decisão acertada, pois o filme foi um grande sucesso de bilheteria.

A entrada da Sony Pictures Classics em 2024, garantiu a distribuição para América do Norte, Oriente Médio, Europa Oriental, Turquia, Portugal, Austrália e Nova Zelândia. A Sony Brasil ficou com a distribuição no Brasil e na América Latina. Todo trabalho de divulgação do filme foi capitaneado por Michael Barker pela Sony Pictures Classics, que só decidiu entrar depois de ver uma primeira montagem do filme. Segundo Barker pós pandemia as redes sociais se tornaram peça chave na divulgação. Como o filme, exceto no Brasil, só seria lançado no início do ano, aproveitando a expectativa e eventual premiação no Oscar, era necessário que os votantes da academia o conhecessem. Portanto, participação em festivais, exibições comentadas pela equipe do filme, entrevistas na mídia, se tornaram muito importantes. Walter Salles, Selton Mello e Fernanda Torres passaram meses dedicados exclusivamente a divulgação do filme nos EUA e Europa. Os grandes marcos dessa campanha foram as premiações de melhor roteiro no Festival de Veneza (setembro de 2024), que colocou o filme em evidência, e de melhor atriz de drama no Globo de Ouro (janeiro de 2024), que mostrou que o filme, e Fernanda Torres, eram fortes concorrentes ao Oscar.

Quando AEA ganhou o prêmio em Veneza, ainda não tinha sido indicado pelo Brasil para concorrer ao Oscar. Esse fato foi muito criticado por Delegonare, que diz

<sup>47</sup> Como foi a jornada de ‘Ainda Estou Aqui’ ao Oscar: dos 8 anos de gestação às mais de 700 de salas de cinema nos EUA disponível em <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2025/02/28/como-foi-a-jornada-de-ainda-estou-aqui-ao-oscar-dos-8-anos-de-gestacao-as-mais-de-700-de-salas-de-cinema-nos-eua.ghtml> acesso em 18/03/25

<sup>48</sup> Mesma referência da nota anterior (30).

<sup>49</sup> Mesma referência da nota 30.



que escolha do filme pelo Brasil se dá muito tarde o que atrasa o início da campanha para o Oscar<sup>50</sup>.

É fácil replicar a trajetória de *Ainda Estou Aqui*? A resposta é não. Para replicar seria necessário ter um filme de qualidade equivalente com um complexo arranjo financeiro similar. As duas coisas não são fáceis de se conseguir. O filme muito se beneficiou do (merecido) prestígio de Walter Salles, que faz filmes a décadas, vários com premiações de peso e circulação internacional. Isso ajudou nas parcerias, pois muitas já vinham de filmes anteriores. Mesmo assim o processo foi longo e as parcerias foram vindo aos poucos. A Globoplay, por exemplo, não estava desde o início, só entrou em 2021.

Isso não impede que se tente trilhar um caminho parecido. É o que já está fazendo o filme "O Último Azul", dirigido por Gabriel Mascaro, que ganhou, em fevereiro, Urso de Prata no Festival de Berlim. Por conta disso, há grande chance de este ser o filme indicado pelo Brasil ao Oscar de filme internacional.

### Críticas ao Filme

Como bem resumiu Eduardo Affonso, as principais críticas ao filme foram as seguintes. "O filme seria ruim por ignorar os pretos, não por mostrar que também a guerrilha matou inocentes, por glorificar o discreto charme da burguesia em vez de doutrinar corações e mentes e, como se não bastasse, por ter sido feito por um bilionário"<sup>51</sup>. Essas críticas são tão sem sentido que fica difícil responde-las.

Se a família Paiva é branca, seus amigos e os policiais também, não faz sentido ter um personagem negro em destaque. O filme não é sobre a guerrilha, portanto, não há como esse tema ter importância no roteiro. Setores da burguesia também fizeram oposição ao regime e sofreram com isso. Rubens Paiva era empresário, dono de uma empresa de engenharia e Fernando Gasparian tinha uma fábrica no ramo têxtil (América Fabril). O primeiro foi torturado e morto e o segundo teve se exilar por um período.

Walter Salles é bilionário e é um privilégio o Brasil ter bilionários como ele, uma pessoa tão correta e com tanto talento. É um orgulho nacional. Mas nem todos aceitam isso. Tom Jobim, que passou por esse tipo de questionamento, dizia que "no Brasil, sucesso é ofensa pessoal". Nelson Motta, que já trabalhou várias vezes com Walter Salles, disse

<sup>50</sup> O Brasil venceu o Oscar: e agora? Aprendizados da histórica campanha de *Ainda Estou Aqui* disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=CkISC07Xmg4> acesso em 18/03/25

<sup>51</sup> Arte não é cartilha, não é catequese", artigo de Eduardo Affonso publicado no o Globo em 08/03/25 disponível em <https://oglobo.globo.com/opiniao/eduardo-affonso/coluna/2025/03/arte-nao-e-cartilha-nao-e-catequese.ghtml> acesso em 09/03/25



em sua coluna que “nunca perguntei e não tenho provas, mas (tenho) quase certeza de que ele nunca usou um centavo de sua fortuna de US\$ 4,5 bilhões para seus projetos pessoais, suas ambições artísticas”<sup>52</sup>.

### Rubens Paiva deveria ter se exilado?

Fernando Gasparian se exilou, Rubens Paiva não fez o mesmo porque subestimou o risco que corria? Visto de hoje, sabendo o que aconteceu depois, a resposta é sim. Mas visto no contexto da época (1971), é difícil ter essa mesma resposta. A situação de Fernando Gasparian era muito diferente da de Rubens Paiva. Fernando Gasparian se autoexilou porque tinha receio de ser preso, não de ser torturado e morto. Segundo Marcus Gasparian<sup>53</sup>, seu pai estava sendo perseguido pelo governo por ser um empresário nacionalista e de oposição. Entrou em confronto direto com Delfim Netto, no Conselho Nacional de Economia. Delfim cortou o crédito de sua empresa, a América Fabril e acabou, mais adiante, forçando Gasparian a vender sua participação no empreendimento a um valor irrisório. Como se sabe, Delfim Netto assinou o AI 5 e nunca se arrependeu disso. No caso de Gasparian, Delfim usou instrumentos de asfixia econômica, que não deixa de ser uma forma de tortura. Afinal Delfim sempre repetia que “a parte mais sensível do corpo humano é o bolso”<sup>54</sup>.

Meu pai perdeu sua indústria ao ser forçado, por um emissário do governo, a assinar um documento no aeroporto de Heathrow, passando todas as suas ações pelo preço de um cruzeiro. Do contrário, todos os créditos seriam cortados, o que levaria a empresa à falência provocando o desemprego de milhares de funcionários. Marcus Gasparian

Gasparian temia ser preso a mando de Delfim e considerava isso algo vexatório e constrangedor, por isso se exilou. Segundo Marcus Gasparian, seu pai não temia ser torturado e morto, pois essas preocupações não estavam na ordem do dia naquele momento, no grupo que frequentava. Logo a decisão de Rubens Paiva de permanecer

<sup>52</sup> Nelson Motta - Duas ou três coisas sobre Walter Salles disponível em [https://oglobo.globo.com/cultura/nelson-motta/coluna/2025/02/duas-ou-tres-coisas-sobre-walter-salles.ghtml?utm\\_source=aplicativoOGlobo&utm\\_medium=aplicativo&utm\\_campaign=compartilhar](https://oglobo.globo.com/cultura/nelson-motta/coluna/2025/02/duas-ou-tres-coisas-sobre-walter-salles.ghtml?utm_source=aplicativoOGlobo&utm_medium=aplicativo&utm_campaign=compartilhar) acesso em 08/03/25

<sup>53</sup> Depoimento dado em 02/12/24, que completa comentário de Marcus Gasparian no debate sobre “Literatura e Direitos Humanos – Ainda Estou aqui – livro de Marcelo Rubens Paiva” cuja expositora foi Raquel Guerra. O evento se deu na Livraria Argumento no Leblon.

<sup>54</sup> Em 200 frases, livro reúne a ironia e o pragmatismo de Delfim Netto <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/04/1873957-em-200-frases-livro-reune-a-ironia-e-o-pragmatismo-de-delfim-netto.shtml> acesso em 18/03/25



no Brasil, fazia sentido dentro do contexto da época. Ainda mais porque Rubens Paiva era uma figura pública, pois tinha sido deputado.

### Bibliografia

- Schneider, S. J. (2013) (org) 1001 Filmes para ver antes de morrer Sextante 2013
- Sontag S. (1975) Fascinating Fascism in The New York Review 6 de fevereiro de 1975 disponível em [https://www.nybooks.com/articles/1975/02/06/fascinating-fascism/?lp\\_tn\\_id=1611569](https://www.nybooks.com/articles/1975/02/06/fascinating-fascism/?lp_tn_id=1611569) acesso em 09/03/25



# BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.6, n.1, Jan/Abr de 2025  
ISSN: 2675-7389

É uma publicação do grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil da Pandemia do Covid-19 e implicações futuras. As análises são apresentadas em formato de artigos e conta com a colaboração de economistas e cientistas políticos.



## SOBRE O FINDE:

O grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE), sediado na Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), em Niterói, congrega pesquisadores e alunos de pós-graduação da UFF e de outras instituições, interessados em discutir questões acadêmicas relacionadas ao avanço do processo de financeirização e seus impactos sobre o desenvolvimento socioeconômico das economias modernas.

O propósito do grupo é produzir estudos sobre como o avanço da financeirização tem transformado o ambiente macroeconômico condicionando decisões econômicas de famílias, firmas e governos, com desdobramentos sobre a dinâmica das economias no curto e no longo prazo.

A pauta de pesquisa é extensa e abarca temas da microeconomia – tomada de decisão dos agentes; funcionamento de mercados específicos; incentivos aos processos de inovação e desenvolvimento tecnológico – da macroeconomia – instabilidade financeira sistêmica; regulação do sistema financeiro; autonomia e eficácia de política econômica; assimetrias internacionais – e da interação entre estas duas dimensões analíticas.

## COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó -Professora Titular de Economia (UFF)

## ENDEREÇO:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói – Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar

## CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe  
Adriano Vilela Sampaio - Editor  
Fernanda Feil - Editora

## CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Carmem Feijó

[cbfeijo@gmail.com](mailto:cbfeijo@gmail.com)

Conrado Krivochein

[conradokrivo@gmail.com](mailto:conradokrivo@gmail.com)

Julia Leal

[juliaa.leal@hotmail.com](mailto:juliaa.leal@hotmail.com)

Lorena Bastos de Holanda

[lorenabastosh@gmail.com](mailto:lorenabastosh@gmail.com)

Luiz Fernando de Paula

[luiz.fpaula@ie.ufrj.br](mailto:luiz.fpaula@ie.ufrj.br)

Nathália Gonçalves Ribeiro

[ribeirognat@gmail.com](mailto:ribeirognat@gmail.com)

Paulo Gonzaga M. de Carvalho

[pgmcarvalho@openlink.com.br](mailto:pgmcarvalho@openlink.com.br)

## MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: [findeuff@gmail.com](mailto:findeuff@gmail.com)

Site: [www.finde.uff.br](http://www.finde.uff.br)

Facebook: [findeuff](https://www.facebook.com/findeuff)

Instagram: [findeuff](https://www.instagram.com/findeuff/)

Twitter: [findeuff](https://twitter.com/findeuff)

Youtube: [/Financeirização Desenvolvimento](https://www.youtube.com/FinanceirizaçãoDesenvolvimento)



---

## ONDE ESTAMOS:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,  
Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar  
Gragoatá - Niterói - RJ  
24210-200

[findeuff@gmail.com](mailto:findeuff@gmail.com)

---



[www.finderuff.br](http://www.finderuff.br)