Revista do Conselho Federal de Economia – COFECON

Ano XVI – Nº 60 – Abril – Junho de 2026

ECONOMISTAS



Entrevista: Débora Freire

"Precisamos combinar crescimento econômico com redução das desigualdades"

Moeda, crédito e bancos centrais no Século XXI

José Luis Oreiro

Política monetária, financeirização e desenvolvimento produtivo no Brasil

Bruno Mota

Política Monetária e Mercado Financeiro no Século XXI

Desafios, perspectivas e instrumentos para a estabilidade de preços e o desenvolvimento econômico

COFECON
CONSELHO FEDERAL DE ECONOMIA
cofecon.org.br

EXPEDIENTE

Presidente: Tania Cristina Teixeira
Vice-presidente: João Manoel Gonçalves Barbosa

Conselheiros efetivos:
Claudemir Galvani
Carlos Magno Andrioli Bittencourt
Elis Braga Licks
Fabíola Andréa Leite de Paula
Flávia Vinhaes Santos
Gustavo Casseb Pessoti
Janine Alves da Silva Bello
João Manoel Gonçalves Barbosa
Júlio Flávio Gameiro Miragaya
Kerssia Preda Kamenach
Lucia dos Santos Garcia
Maria do Socorro Erculano de Lima
Odilon Guedes Pinto Júnior
Paulo Hermance Paiva
Pedro Afonso Gomes
Tania Cristina Teixeira
Teresinha de Jesus Ferreira da Silva
Wellintgon Leonardo da Silva

Conselheiros suplentes:
Ana Cláudia de A. Arruda Laprovitera
Antonio Corrêa de Lacerda
Antônio de Pádua Ubirajara e Silva
Cid Cordeiro Silva
Clovis Benoni Meurer
Evaldo da Silva
Frednan Bezerra dos Santos
Gustavo Souto de Noronha
Hudson Garcia da Silva
José Antonio Lutterbach Soares
José Luiz Pagnussat
Josélia Souza de Brito
Kleber Antônio da Costa Mourão
Maurílio Procópio Gomes
Noel Leite da Silva
Paulo Dantas da Costa
Sergio Roberto Rodrigues
Vicente Ferrer Augusto Gonçalves

Conselho Editorial:
Flávia Vinhaes Santos (Coordenadora)
Antonio Corrêa de Lacerda
(Vice-coordenador)
Ana Cláudia de Albuquerque Arruda Laprovitera
Eduardo Reis Araujo
Elis Braga Licks
Fernando de Aquino Fonseca Neto
Fernando Augusto Mansor de Mattos
Francisco Horácio Pereira de Oliveira
Gelton Pinto Coelho Filho
Gilson de Lima Garófalo
Heric Santos Hossoé
João Hallak Neto
José Luiz Pagnussat
José Wandemberg Rodrigues Almeida
Júlio Flávio Gameiro Miragaya
Juliane da Costa Furno
Lauro Chaves Neto
Lucia dos Santos Garcia
Marcelo Pereira Fernandes
Maria Cristina de Araújo
Mônica Beraldo Fabrício da Silva
Paulo Dantas da Costa
Paulo Sérgio Fracalanza
Pedro Garrido da Costa Lima
Roberto Bocaccio Piscitelli
Wallace Marcelino Pereira
Wellington Leonardo da Silva

Comissão de Comunicação:
Flávia Vinhaes Santos (Coordenadora)
Antonio Corrêa de Lacerda (Vice-coordenador)
Ana Cláudia Arruda
Janine da Silva Alves Bello
Pedro Afonso Gomes

Coordenação de Comunicação:
Renata Reis – Coordenadora
Manoel Castanho – Jornalista
Raquel Passos – Assessora
imprensa@cofecon.org.br

Projeto Gráfico e Editoração:
Raquel Passos

ISSN 2446-9297

As ideias e informações contidas nos artigos publicados nesta revista são de responsabilidade de cada autor, não devendo ser interpretadas como endossadas ou refletindo o pensamento do Conselho Federal de Economia.


SIGA-NOS NAS
REDES SOCIAIS!
@cofecon

SUMÁRIO

Editorial 5
Tania Cristina Teixeira

Entrevista: Débora Freire 6
Coordenação de Comunicação

Política monetária, financeirização e desenvolvimento produtivo no Brasil 14
Bruno Mota

Moeda, crédito e bancos centrais no Século XXI 22
José Luis Oreiro

Política monetária e mercado financeiro no Século XXI: 30
Lucas Segato Siqueira

Política monetária restritiva em economias emergentes 34
Diógenes Severo Nunes Júnior

Pejotização, desenvolvimento e o futuro da proteção social no Brasil 40
Tania Cristina Teixeira e Lucia dos Santos Garcia

As estatais federais na encruzilhada: um sentido estratégico 46
Jackson de Toni

Equidade de gênero, diversidade e sustentabilidade no centro do debate econômico 52
Coordenação de Comunicação

Manifesto em defesa do respeito, da dignidade das mulheres e da convivência democrática nos espaços institucionais 58
Conselho Federal de Economia

Desafios para o Brasil: Estabilidade da moeda não pode ser obstáculo ao desenvolvimento, mas fator que promova crescimento mais sólido 60
Ivone Maria da Silva

Novos livros 65

Esta edição da revista Economistas traz artigos sobre um tema que ocupa lugar central no debate econômico contemporâneo: a política monetária e a influência que o mercado financeiro exerce sobre ela. Decisões relacionadas a taxa de juros, controle da inflação, estabilidade da moeda e funcionamento do sistema bancário influenciam fatores como crédito, investimento, emprego, consumo, capacidade produtiva e mesmo a viabilidade de políticas públicas voltadas ao desenvolvimento.

No entanto, também é necessário discutir os limites de uma visão que reduz a política monetária à gestão da taxa de juros e ao combate à inflação. A estabilidade de preços, embora desejável, não é a razão de ser da economia: ela precisa dialogar com outros objetivos relevantes para o desenvolvimento – como o investimento produtivo, o enfrentamento das desigualdades, a geração de empregos de qualidade, entre outros. Precisa, também, utilizar ferramentas que vão além dos juros altos.

Gostaria de ressaltar, também, o sucesso do IV Seminário Nacional da Mulher Economista e Diversidade, realizado em Manaus nos dias 18 e 19 de junho. Ao discutir temas como liderança feminina, desenvolvimento sustentável, inclusão, economia feminista e políticas públicas, o evento evidenciou que o futuro da economia brasileira depende também da capacidade de ampliar a diversidade de vozes presentes nos espaços de formulação e decisão. O seminário reafirmou uma convicção que atravessou seus debates: não haverá desenvolvimento verdadeiramente sustentável, democrático e inclusivo enquanto persistirem barreiras que limitam a participação plena das mulheres.

Entretanto, não poderia deixar de mencionar o recente ataque com ofensas misóginas dirigidas a mim e à coordenadora de comunicação do Cofecon, Renata Reis, em evento realizado no dia 3 de junho. Tal situação representa uma tentativa de silenciamento de mulheres no exercício de suas funções, algo incompatível com os valores de respeito, pluralidade e convivência democrática que devem orientar o debate público. O Cofecon reafirma sua defesa intransigente da dignidade das mulheres em todos os espaços institucionais, e convida a todas e todos a assinarem o manifesto presente nesta edição da revista.

Boa leitura!



Tania Cristina Teixeira

Presidenta do Cofecon

Graduada em Ciências Econômicas e Ciências Contábeis e especialista em Políticas Econômicas (PUC Minas), mestre em Ciência Política (DCP/UFMG), com mestrado Master-DEA e doutorado em Economia Aplicada pela Universidade de Valência, Espanha. Professora do Departamento de Economia da PUC Minas, atua como coordenadora de Extensão Universitária e de Monografia. Foi presidenta do Corecon-MG em 2020, 2021 e 2022. É conselheira do Cofecon desde 2024 e presidenta desde 2025.



Débora Freire:

"Precisamos combinar crescimento econômico com redução das desigualdades"

Secretária de Política Econômica do Ministério da Fazenda analisa os desafios do desenvolvimento brasileiro em um cenário global de incertezas e a importância da participação feminina na economia

POR COORDENAÇÃO DE COMUNICAÇÃO

A economista Débora Freire ocupa uma posição histórica e estratégica na formulação da política econômica brasileira. Professora e pesquisadora, está desde 2023 no Ministério da Fazenda e se tornou, neste ano, a primeira mulher a assumir a Secretaria de Política Econômica. No cargo, tem acompanhado de perto alguns dos principais desafios enfrentados pelo Brasil em um cenário internacional marcado por tensões geopolíticas, transformações tecnológicas, transição ecológica e reconfiguração das cadeias produtivas globais.

Em entrevista exclusiva à revista Economistas, Débora Freire analisa os impactos da recente instabilidade no Oriente Médio sobre a economia brasileira, discute as perspectivas para a inflação e o crescimento, avalia os desafios da neoindustrialização e da transição ecológica e aborda temas como produtividade, desigualdade, política industrial e inserção internacional. Ela também compartilha aspectos de sua trajetória acadêmica e profissional, além de comentar a importância da presença feminina nas instâncias de formulação econômica e os caminhos para as novas gerações de economistas.

Revista Economistas: Durante o período de maior tensão no Oriente Médio, a senhora apontou energia, comércio e inflação como os principais canais de transmissão dos efeitos da guerra para a economia brasileira. Com a perspectiva de um acordo de paz e a redução dos riscos geopolíticos, que efeitos positivos podem ser esperados para a economia brasileira no curto prazo?

Débora Freire: Ainda não sabemos como vai se desenrolar o cenário desse acordo. Neste momento, estamos na posição de monitorar e avaliar os possíveis efeitos dessa distensão geopolítica. Já observamos, no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) realizado, um impacto de primeira ordem do conflito sobre o preço dos combustíveis e o custo dos transportes. Agora, nosso monitoramento está voltado aos efeitos de segunda ordem.

O IPCA estava convergindo para a meta antes do choque, mas agora há uma reversão de expectativas por parte dos agentes que participam do Focus, presente também nas projeções da Secretaria de Política Econômica. Até o último fechamento, em maio, nossa projeção ainda

A economista Débora Freire (...) é a primeira mulher a assumir a Secretaria de Política Econômica."



estava dentro da banda da meta de inflação, mas consideramos que existem riscos e que há um vetor altista ainda incidindo sobre a inflação brasileira em 2026.

Esse choque tende a gerar efeitos de segunda ordem no IPCA. A magnitude ainda precisa ser acompanhada, mas uma reversão do conflito pode trazer alívio às expectativas de inflação e, principalmente, ao seu efeito estrutural. Estávamos muito preocupados com a inércia que isso poderia gerar para a inflação em 2027. Um distensionamento desse conflito traz um alívio em termos da incerteza associada ao cenário de inflação.

RE: O episódio reforçou a importância da segurança energética, alimentar e produtiva dos países. Quais lições o Brasil deve extrair desse período de instabilidade para fortalecer sua resiliência econômica diante de futuros choques externos?

Freire: O Brasil se mostrou bastante resiliente a esse choque exatamente por sua matriz energética. Temos uma composição muito mais limpa do que a média global, o que nos deu resiliência: 50% dela vem de fontes renováveis, fruto tanto de escolhas feitas no passado quanto do aumento, nos últimos anos, da participação dessas energias na nossa matriz energética. Foram decisões deliberadas de política energética. Temos o Plano de Transformação Ecológica, que reúne ações e medidas destinadas a ampliar a presença de renováveis nessa composição.

Isso posto, esse choque nos traz lições para o futuro. Ainda que grande parte da nossa matriz energética seja formada por fontes renováveis, temos uma dependência relevante de petróleo e de combustíveis fósseis: 34% dela depende de petróleo e derivados. É essencial caminhar na direção de reduzir a dependência de combustíveis fósseis, continuar reduzindo os incentivos ao uso desses combustíveis e formular políticas públicas que visem à introdução de novas fontes. Por isso, reforço a importância do Plano de Transformação Ecológica para o futuro do Brasil e para a resiliência da economia brasileira.

RE: Mesmo com uma possível pacificação no Oriente Médio, o cenário global continua marcado por fragmentação geopolítica, mudanças nas cadeias produtivas e disputas comerciais. Que outros riscos externos a Secretaria de Política Econômica monitora para a economia brasileira?

Freire: Ainda não há certeza a respeito de como esse acordo vai se desenrolar nem sobre o fim do conflito. Esperamos, de fato, que ele termine de vez. Também enfrentamos cená-

rios incertos quanto às disputas comerciais e às mudanças nas cadeias produtivas. O ponto principal é que há uma possível majoração de alíquotas no radar e temos monitorado seus efeitos. Esse cenário ainda não se efetivou, e o Brasil continua respondendo. Há possibilidade de que a medida não se concretize, mas a Secretaria de Política Econômica acompanha os impactos de riscos externos desse tipo. O Brasil respondeu muito bem à primeira majoração de alíquotas, com o Plano Brasil Soberano. Agora, temos uma versão ampliada para, inclusive, lidar com as questões do conflito no Oriente Médio e atender exportadores para a região.

O governo está muito empenhado em adotar medidas para proteger os setores afetados

“É essencial caminhar na direção de reduzir a dependência de combustíveis fósseis (...) e formular políticas públicas que visem à introdução de novas fontes. Por isso, reforço a importância do Plano de Transformação Ecológica para o futuro do Brasil e para a resiliência da economia brasileira."



e os empregos, evitando que os efeitos dessas disputas recaiam sobre o bem-estar das famílias brasileiras. Nossa preocupação final é sempre mitigar os impactos por meio dos instrumentos disponíveis. A SPE monitora esses riscos, mas é importante realçar que contamos com mecanismos econômicos para lidar com eles.

RE: O Brasil vive um momento de discussão intensa sobre política industrial, transição ecológica e neoindustrialização. Quais são hoje os maiores desafios para consolidar uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo? E como podemos transformar nossas vantagens ambientais e energéticas em oportunidades concretas?

Freire: Avançamos muito em termos de política industrial voltada à transição ecológica e à neoindustrialização. O Ministério da Fazenda teve papel central na mobilização de instrumentos financeiros para apoiar esse processo. Posso citar dois mecanismos essenciais.

A Taxonomia Sustentável Brasileira estabelece uma categorização de atividades e investimentos sustentáveis. É importante contar com informação crível e com a confiança de que os investimentos apoiados são projetos efetivamente sustentáveis. A Taxonomia, baseada em critérios técnicos e científicos, oferece essa possibilidade. Ela é muito relevante para o futuro da economia brasileira, na medida em que se conecta aos instrumentos de financiamento e fiscais disponíveis hoje, como vem ocorrendo por meio do Plano de Transformação Ecológica.

Temos também mecanismos financeiros inovadores lançados no Plano de Transformação Ecológica, como o Ecoinvest, um instrumento de hedge cambial destinado a reduzir incertezas cambiais enfrentadas por investidores externos interessados em investir no Brasil. O Ecoinvest funciona na forma de leilões temáticos e, em cada tema, permitiu a mobilização de recursos privados por meio desse instrumento, uma vez que o câmbio gera bastante incerteza para o investimento externo. E reduzir essas incertezas é importante para redirecionar fluxos de recursos e investimentos ao Brasil.

Temos hoje uma estratégia de *blended finance* que vem ganhando relevância e é importante para fomentar o investimento sustentável no Brasil. No entanto, ela precisa alcançar maior escala. Entre os desafios, está a necessidade de ampliar a margem fiscal para viabilizar também o investimento público na transformação ecológica. Ele é importante, principalmente nos setores de infraestrutura, para completar o aporte privado. O investimento público tem a capacidade de completar e atrair recursos privados. Fazer essa indução é um desafio no Brasil, porque há pouca margem fiscal para o investimento público, visto que as despesas obrigatórias crescem em ritmo muito elevado e comprimem os recursos. Precisamos, dentro do regramento vigente, criar maior capacidade para que o investimento público atue como indutor da neoindustrialização e da transformação ecológica.

O Novo Arcabouço Fiscal estabelece um piso orçamentário para o investimento público, mas ainda é preciso repriorizar algumas despesas para que ele ganhe um pouco mais de espaço. Um dos desafios para consolidar essa estratégia de desenvolvimento é justamente ampliar esse espaço dentro do regramento existente.

RE: O debate sobre desigualdade tem ocupado lugar de destaque nas discussões econômicas internacionais. Na sua avaliação, quais políticas são mais importantes para combinar crescimento econômico e redução das desigualdades no Brasil?

Freire: Nos anos 2000, reduzimos a desigualdade por meio do gasto público, da expansão das políticas de transferência de renda e da valorização do salário mínimo. Medidas desse tipo atingem a base da distribuição e levam mais renda a essa população. No entanto, há um limite para a continuidade desse processo, e isso foi plenamente compreendido nesta gestão. Precisamos também reduzir a desigualdade pela tributação. Essa foi uma estratégia adotada a partir do entendimento de que, para combinar crescimento econômico com redução das desigualdades, era necessário mexer na estrutura tributária do país. Demos grandes passos nesse sentido. A reforma tributária sobre o consumo foi o primeiro deles: ela tem efeitos redistributivos, uma vez que mitiga a regressividade natural desse

tipo de cobrança. Também teremos o cashback, uma política importante de devolução personalizada de tributos sobre o consumo às pessoas inscritas no CadÚnico. Isso será relevante para conciliar crescimento econômico e redução das desigualdades.

A reforma do Imposto de Renda é um marco desta gestão na orientação da política econômica para a redução das desigualdades. Antes dela, o Imposto de Renda da Pessoa Física era progressivo até determinado montante, mas se tornava regressivo no topo da distribuição. A instituição do imposto mínimo sobre os super-ricos é essencial para mitigar essa distorção e, ao mesmo tempo, desonerar a base de trabalhadores que paga o tributo.

Entendo que a agenda de revisão dos benefícios tributários empreendida pelo Ministério da Fazenda nesta gestão também é muito importante para construirmos um sistema menos regressivo e, consequentemente, uma atuação estatal mais redistributiva pelo lado da arrecadação. Na minha avaliação, a tributação é o grande elemento que precisamos utilizar para combinar crescimento econômico, distribuição de renda e redução das desigualdades, e demos grandes passos nessa gestão. Não resolvemos todos os problemas, mas há uma agenda na tributação do topo da distribuição de renda muito importante para a redução das desigualdades. Não é uma questão de ampliar a tributação, mas fazer justiça tributária. Avançamos bastante, mas ainda há margem para novos progressos.

RE: Quais reformas ou investimentos a senhora considera mais estratégicos para elevar a produtividade da economia brasileira?

Freire: Precisamos melhorar a mobilidade urbana. Isso é essencial hoje para a produtividade no Brasil. Os trabalhadores gastam muito tempo no trânsito. A produtividade do trabalho encontra-se estagnada e, para que o país cresça mais, precisamos ampliá-la. Promover melhorias na mobilidade urbana é essencial nesse processo.

Entendemos também que o fim da escala 6x1 é um fator capaz de trazer ganhos de produtividade no longo prazo, uma vez que permite ao trabalhador ter o descanso adequado e desenvolver outras habilidades e dimensões de sua vida, para além do trabalho. Isso o torna mais produtivo. Há uma série de evidências internacionais nesse sentido.

Há um contingente populacional ainda fora do mercado de trabalho, formado basicamente por mulheres que não conseguem se inserir, principalmente em razão das tarefas de cuidado exercidas em casa ou de questões reprodutivas. Elas saem do mercado de trabalho para ter filhos e, depois, não conseguem retornar. A situação também está relacionada ao envelhecimento da população, uma vez que há uma geração de mulheres em idade economicamente ativa que precisa se desdobrar no cuidado dos filhos e de pais, avós e idosos. Trata-se de uma questão de produtividade, pois existe um grupo significativo que não consegue exercer suas funções profissionais. Políticas voltadas à economia do cuidado são extremamente importantes para elevar o desempenho da economia brasileira.

RE: Como o Brasil se posiciona na disputa internacional por terras raras?

Freire: Temos uma janela de oportunidades para o adensamento das cadeias produtivas, de modo que possamos desenvolver esses setores com sustentabilidade. Nosso entendimento é que o Brasil é plenamente capaz de estruturar um processo produtivo sustentável relacionado às terras raras e de internalizar a industrialização associada a elas. Precisamos combinar o desenvolvimento dessas atividades com o fortalecimento das cadeias e da produção industrial no país. É uma grande oportunidade para o Brasil.

RE: Sua trajetória combina atuação acadêmica e gestão pública. Como essas diferentes experiências contribuíram para sua visão sobre política econômica?

Freire: São experiências muito complementares. A academia oferece a base teórica necessária à formulação de políticas econômicas e públicas. Essa bagagem é muito importante, inclusive, para oxigenar os processos decisórios. Ao mesmo tempo, a gestão pública evidencia a relevância do pragmatismo. Para

que tenhamos sucesso na elaboração e implementação de boas medidas, precisamos combinar a teoria com decisões de natureza política e burocrática. A experiência acadêmica, portanto, é complementada pelo pragmatismo adquirido na gestão pública.

RE: Que momento ou experiência a senhora considera decisivo para sua formação como economista e pesquisadora?

Freire: Minha formação como economista e pesquisadora foi muito plural. Começou em centros do interior de Minas Gerais e depois se consolidou em uma instituição de destaque nacional. Tive também uma experiência internacional, quando realizei parte do doutorado na Universidade de Illinois. Foi uma formação construída em diferentes centros e marcada pelo contato com diversas áreas e disciplinas, como economia aplicada, microeconomia, macroeconomia, matemática e desenvolvimento econômico. Essa combinação foi decisiva para a minha atuação.

RE: A senhora foi a primeira mulher a assumir a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda. O que essa conquista representa para a sua carreira e para a presença feminina nas instâncias de formulação econômica?

Freire: É, de fato, uma conquista pessoal muito relevante. Ser a primeira mulher secretária de política econômica me honra muito, mas traz um grande desafio: não é apenas ser a primeira a passar por uma porta, mas também abrir a porta para as demais. E isso envolve mudanças estruturais. O ganho de ter uma mulher nessa função é maior para o coletivo, para a estrutura de atuação do Ministério da Fazenda e da área de finanças, do que no plano individual. Seus reflexos aparecem de diferentes formas, tanto na formulação

“A tributação é o grande elemento que precisamos utilizar para combinar crescimento econômico, distribuição de renda e redução das desigualdades (...). Não é uma questão de ampliar a tributação, mas fazer justiça tributária."

das políticas públicas e econômicas quanto no que essa conquista representa para as mulheres que atuam na economia, ou que são estudantes, e aspiram a posições de liderança.

Existem dois efeitos estruturais muito importantes decorrentes da presença de uma mulher no centro das decisões de política econômica. O primeiro é a necessidade de ampliar a participação feminina em cargos de liderança e posições decisórias, tornando o processo mais plural. Na área econômica temos uma dominância de representatividade masculina que faz com que os processos decisórios estejam muito imbuídos de uma visão homogênea, basicamente por ter sempre as mesmas pessoas e características tomando aquelas decisões. Ter pessoas com novas vivências neste processo é extremamente importante para o melhor equilíbrio da política pública e das decisões. Trazer visões e perspectivas diferentes gera um equilíbrio melhor, desafia consensos que, muitas vezes, são estabelecidos por essa visão associada a um perfil muito homogêneo de tomadores de decisão. Do ponto de vista da política econômica, vejo como essencial essa oportunidade de ter a primeira mulher como secretária de política econômica.

Outro ponto é a importância da representatividade. Muitas mulheres não se candidatam nem se arriscam a ocupar postos de liderança e tomada de decisão porque não se veem nesses lugares. Assim, fazem escolhas relacionadas à profissão e à forma como se inserem no mercado que acabam por afastá-las dessas instâncias. Isso também é relevante na formação do economista. Quando não há professoras mulheres — o que é muito comum na área em que atuo, a macroeconomia —, ocorre indiretamente uma reorientação delas para setores em que encontram maior presença feminina. Entendo que a importância da representatividade feminina tem esse efeito para as demais que estão vindo aí.

Do ponto de vista pessoal, também há barreiras sendo rompidas. Tenho muito orgulho de levar o nome de Minas Gerais ao processo decisório da política econômica. No Brasil, os centros de formação nessa área são muito concentrados e, inclusive, a ocupação de cargos de liderança no governo historicamente se concentrou em economistas do eixo Rio-São Paulo. Ser uma economista mulher e trazer uma perspectiva regional diferente significa romper barreiras. Precisamos regionalizar ainda mais essa representatividade. É muito importante ampliar a presença de profissionais do Norte e do Nordeste. Vejo como um grande ganho superar também essa barreira regional nas decisões econômicas.

RE: Que conselhos a senhora daria para jovens economistas e, especialmente, para as mulheres que desejam atuar na formulação de políticas públicas e nas instâncias estratégicas da economia brasileira?

Freire: Estudem. Não podemos abrir mão de uma bagagem muito bem fundamentada para tomar decisões igualmente sólidas no exercício da profissão. A inteligência artificial traz um ganho relevante de produtividade, tanto para os estudantes quanto para quem já atua na área, mas precisamos, principalmente durante a formação, conciliá-lo com o aprofundamento teórico. É necessário nos apropriarmos desse conhecimento. O conselho que dou aos jovens economistas é: estudem muito, não deixem de buscar uma formação plural, para que sejam profissionais de sucesso no futuro.

Para as mulheres, gostaria de dar um conselho muito relacionado às nossas habilidades e características femininas. Por muito tempo, a economia e os postos de alta gestão foram dominados por homens. As qualidades consideradas padrão para um economista ou gestor de sucesso estavam associadas ao universo masculino. Precisamos romper com isso, porque são justamente as características próprias das mulheres que trazem uma nova visão transversal muito relevante. Na minha atuação pessoal, tive muito mais sucesso quando valorizei as minhas características femininas no meu modo de tomar decisões, no meu modo de ensinar como professora, no meu modo de gerir e no meu modo de liderar. É muito importante não abrirmos mão de nossas características. Entendo que é isso o que precisamos como elemento inovador na formulação de políticas públicas, na gestão e na liderança. Portanto, meu conselho é: valorize as suas características.

Política monetária, financeirização e desenvolvimento produtivo no Brasil

POR BRUNO MOTA

Introdução

O debate sobre política monetária ganhou centralidade no Século XXI em um contexto marcado pela financeirização da economia global, elevada mobilidade de capitais, transformações tecnológicas aceleradas e crescente instabilidade geopolítica. Após a crise financeira internacional de 2008, a pandemia e os recentes ciclos inflacionários, bancos centrais passaram a atuar em ambientes de maior volatilidade, buscando conciliar estabilidade monetária, crescimento econômico e sustentabilidade fiscal.

No Brasil, a estabilização promovida pelo Plano Real representou um marco decisivo ao controlar a inflação crônica e reorganizar o regime macroeconômico nacional. A partir de 1999, contudo, a consolidação do regime de metas de inflação foi acompanhada pela manutenção de taxas de juros estruturalmente elevadas.

Entre 1999 e 2025, o Brasil permaneceu entre os países emergentes com maiores taxas reais de juros do mundo. No mesmo período, a taxa média de investimento permaneceu próxima de 17% do PIB, abaixo de economias que realizaram processos intensos de transformação produtiva, como China e Coreia do Sul. Paralelamente, a participação da indústria de transformação no PIB brasileiro caiu de cerca de 27% nos anos 1980 para níveis próximos de 11% em 2025.

Apesar de momentos de expansão econômica, especialmente durante o ciclo internacional de commodities entre 2003 e 2010, o país não consolidou uma trajetória duradoura de crescimento produtivo. Ao contrário, observou-se a combinação entre baixo crescimento, valorização financeira, apreciação cambial recorrente e perda de densidade industrial.

A interpretação convencional atribui os juros elevados à fragilidade fiscal, ao prêmio de risco e à necessidade de preservar a credibilidade monetária. Parte da literatura heterodoxa, entretanto, argumenta que a persistência de juros elevados passou a integrar um padrão de acumulação baseado na financeirização da economia.

Para Keynes (1996), os juros refletem a preferência pela liquidez em ambientes de elevada incerteza. Já Bresser-Pereira (2007) sustenta que a combinação entre juros elevados e valorização cambial compromete a competitividade industrial e favorece a desindustrialização precoce.

Sob essa perspectiva, os juros elevados deixaram de ser apenas instrumento técnico de controle inflacionário e passaram a influenciar diretamente a estrutura produtiva brasileira.

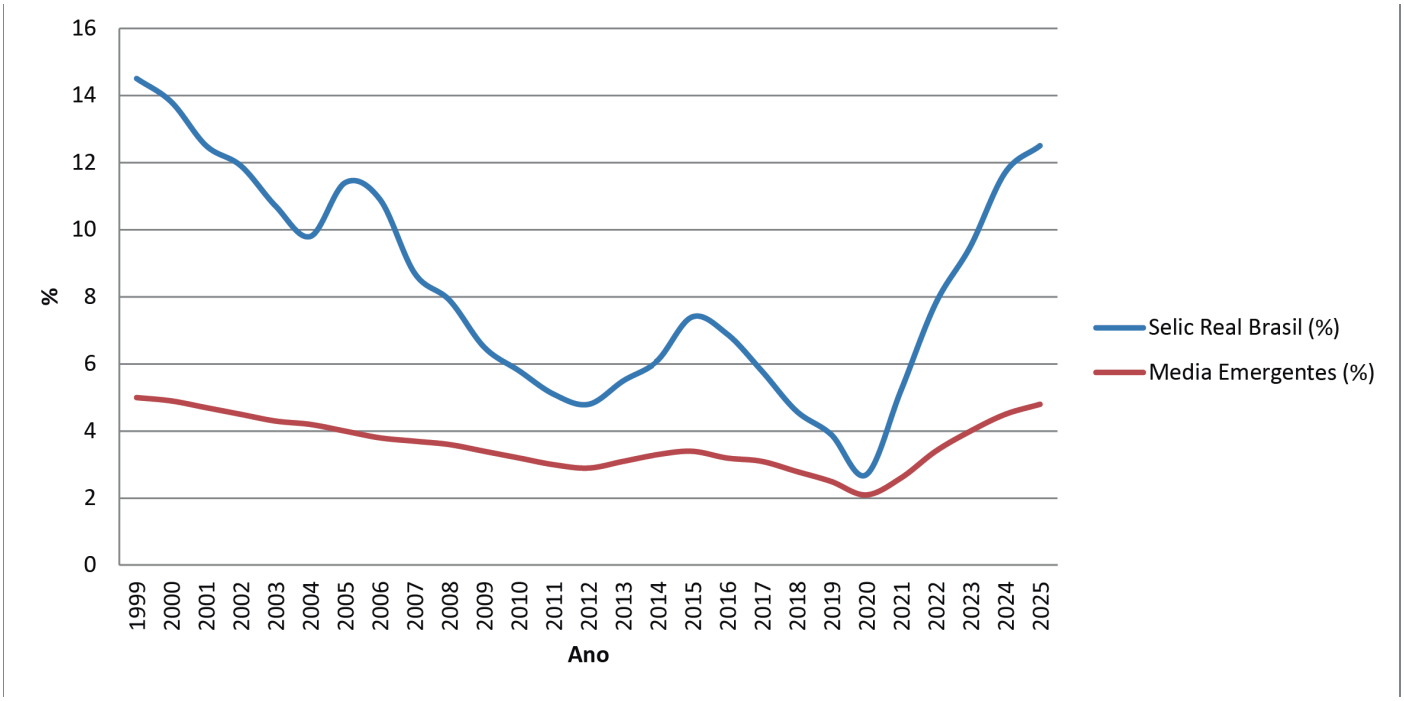
Formação do regime de juros elevados

A consolidação do atual regime monetário brasileiro ocorreu após o Plano Real e ganhou maior definição com o chamado "tripé macroeconômico": metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário.



Na fase inicial da estabilização monetária, entre 1994 e 1999, a âncora cambial exigiu juros elevados para sustentar a entrada de capitais externos e preservar a estabilidade do real. Após a adoção do regime de metas de inflação em 1999, a taxa Selic consolidou-se como principal instrumento de política monetária.

GRÁFICO 1 — Taxa Selic real do Brasil x média de países emergentes (1999–2025)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB), Fundo Monetário Internacional (FMI) e BIS.



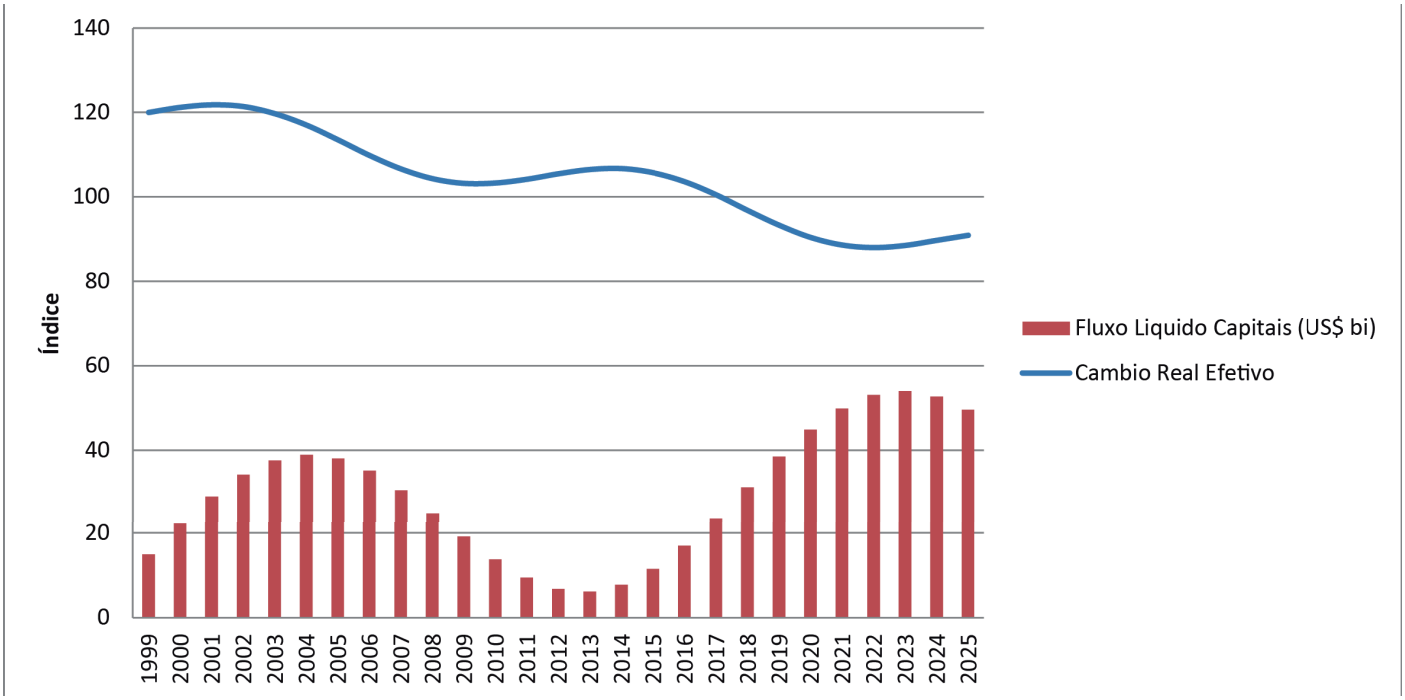
Foto: Senado Federal/Reprodução

> **Após a crise financeira internacional de 2008, a pandemia e os recentes ciclos inflacionários, bancos centrais passaram a atuar em ambientes de maior volatilidade, buscando conciliar estabilidade monetária, crescimento econômico e sustentabilidade fiscal."**

Ao longo dos anos 2000, a ampliação da abertura financeira fortaleceu a entrada de capitais de curto prazo em economias periféricas com elevada remuneração financeira. No Brasil, a combinação entre juros elevados e liberalização financeira estimulou a valorização cambial e reforçou a dependência de fluxos internacionais de capitais.

Segundo Belluzzo (2009), a estabilização monetária brasileira ocorreu simultaneamente ao avanço da financeirização e ao fortalecimento da influência dos mercados financeiros sobre a política econômica. Em perspectiva semelhante, Epstein (2005) argumenta que a financeirização ampliou o peso dos mercados financeiros sobre as decisões macroeconômicas contemporâneas.

GRÁFICO 2 — Evolução da taxa de câmbio real efetiva e fluxos de capitais



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB), IPEAData e FMI.



Parte da literatura desenvolvimentista sustenta que a combinação entre juros elevados e câmbio apreciado constitui um dos principais entraves ao desenvolvimento brasileiro. A valorização recorrente da moeda nacional reduz a competitividade industrial, favorece importações de maior intensidade tecnológica e amplia a desindustrialização precoce.

Formou-se, assim, um regime macroeconômico marcado pela coexistência entre estabilidade monetária, baixo investimento produtivo, câmbio desfavorável e crescente valorização financeira.

Financeirização e baixo investimento produtivo

A teoria keynesiana compreende os juros como recompensa pela renúncia à liquidez. Em ambientes de elevada incerteza, agentes econômicos tendem a privilegiar ativos líquidos e aplicações financeiras de menor risco.

No Brasil, a experiência histórica de inflação elevada, crises cambiais e instabilidade macroeconômica contribuiu para consolidar uma convenção monetária conservadora, segundo a qual juros elevados seriam condição necessária para garantir estabilidade econômica.

Autores desenvolvimentistas criticam a ideia de que juros altos sejam uma condição inevitável para a estabilidade macroeconômica brasileira. Segundo essa interpretação, a predominância de aplicações financeiras altamente rentáveis tende a deslocar recursos do investimento produtivo para estratégias patrimoniais e financeiras.

Stiglitz (2002) argumenta que processos de liberalização financeira em economias periféricas frequentemente ampliam vulnerabilidades externas e reduzem o espaço de coordenação das políticas nacionais de desenvolvimento. Nesse contexto, juros elevados passaram a funcionar simultaneamente como mecanismo de atração de capitais e instrumento de estabilização cambial.

Entre os principais efeitos desse processo destacam-se:

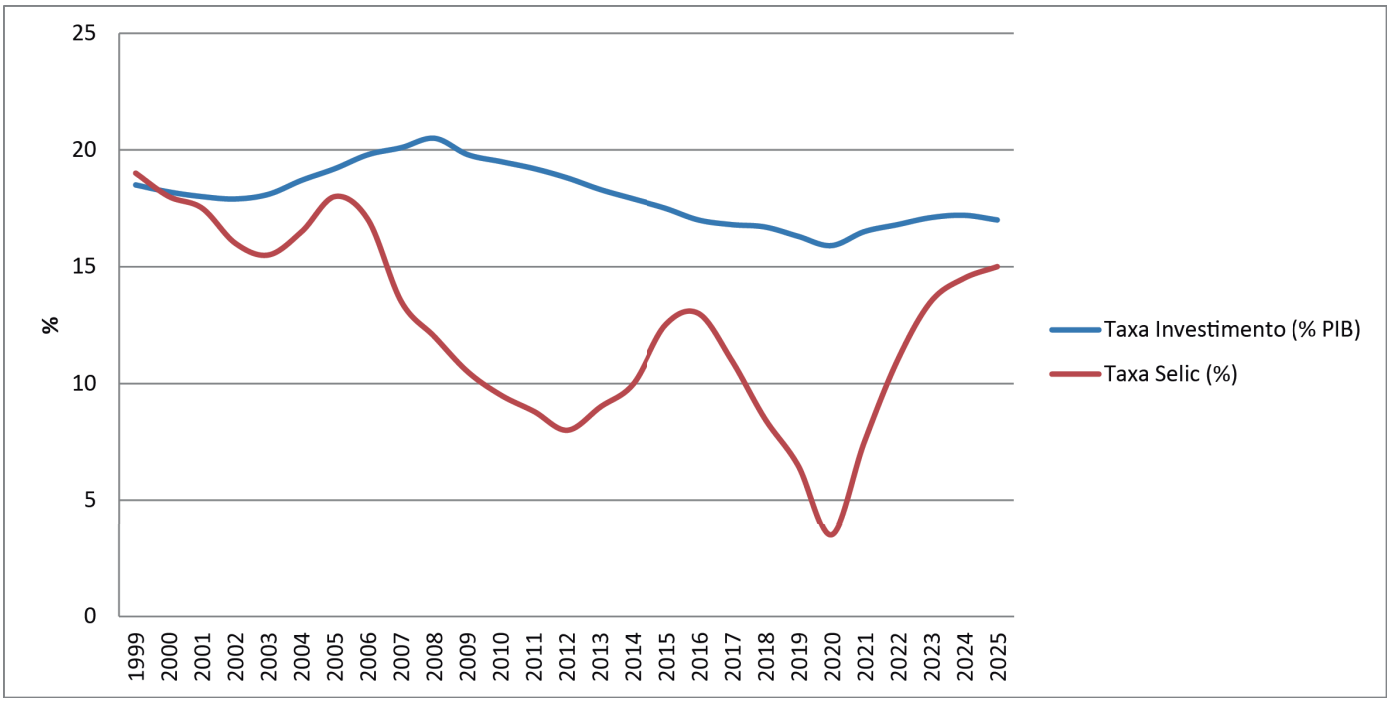
- maior atratividade da renda financeira;
- redução do investimento produtivo;
- valorização cambial recorrente;
- enfraquecimento industrial;
- aumento da dependência de capitais externos.

Além disso, consolidou-se um ambiente institucional favorável à manutenção de taxas de juros elevadas, reforçado pela centralidade adquirida pelo mercado financeiro na dinâmica macroeconômica contemporânea.

Juros elevados e regressão produtiva

Em Keynes (1996), o investimento resulta da comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros, de modo que juros elevados reduzem a viabilidade de projetos produtivos de longo prazo. Minsky (1982) amplia essa interpretação ao destacar o papel das expectativas, da fragilidade financeira e das condições de financiamento na decisão de investir.

GRÁFICO 3 — Taxa de investimento (% do PIB) e taxa Selic



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil (BCB) e IPEAData.

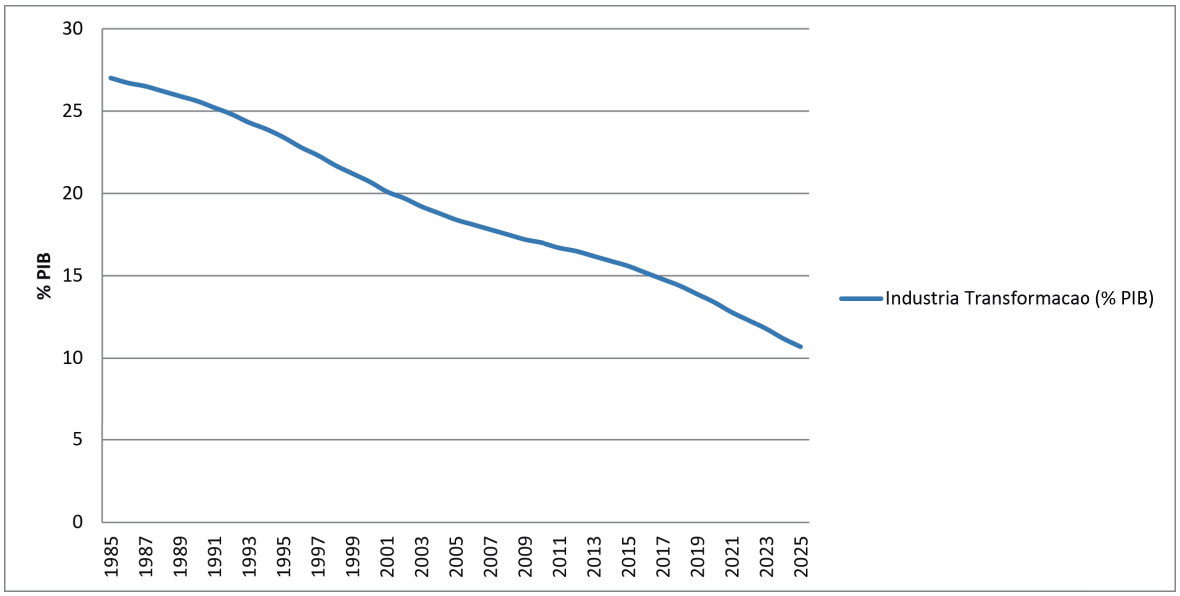
A economia brasileira apresenta características compatíveis com essa dinâmica. Empresas enfrentam simultaneamente elevado custo do crédito, concorrência financeira com ativos de alta rentabilidade e significativa volatilidade macroeconômica.

Em 2025, a taxa Selic alcançou 15% ao ano, mantendo o Brasil entre as maiores taxas reais de juros do mundo. Ao mesmo tempo, o investimento produtivo permaneceu reduzido e a indústria continuou perdendo participação relativa na economia.

Juros elevados também atraem capitais externos e pressionam a valorização cambial. Esse processo reduz a competitividade industrial, desestimula exportações manufatureiras e reforça a especialização em produtos de menor valor agregado.

> **No Brasil, a experiência histórica de inflação elevada, crises cambiais e instabilidade macroeconômica contribuiu para consolidar uma convenção monetária conservadora, segundo a qual juros elevados seriam condição necessária para garantir estabilidade econômica."**

GRÁFICO 4 — Participação da indústria de transformação no PIB brasileiro (1985–2025)



Fonte: IBGE e IPEAData.

Colaborando com o Gráfico 4, Rodrik (2011) argumenta que processos de desindustrialização precoce reduzem a capacidade de aprendizado tecnológico e comprometem o crescimento de longo prazo das economias periféricas, enquanto Chang (2004) demonstra que países atualmente desenvolvidos utilizaram políticas industriais, crédito direcionado e coordenação estatal durante seus processos históricos de industrialização.

A experiência internacional sugere, portanto, que estabilidade macroeconômica não depende exclusivamente de juros elevados, mas também da coordenação entre política monetária, política cambial, crédito e estratégia industrial.

No caso brasileiro, consolidou-se uma dinâmica caracterizada por:

• juros elevados reduzindo o investimento;
• baixo investimento limitando o crescimento;
• crescimento reduzido ampliando a incerteza;
• maior incerteza fortalecendo a valorização financeira.

O resultado é uma economia com baixa capacidade de investimento, reduzida densidade industrial e crescente dependência de exportações concentradas em commodities.

Política monetária e reconstrução produtiva

A reversão da perda de dinamismo produtivo brasileiro exige maior coordenação entre política monetária, política cambial e política industrial.

Em primeiro lugar, torna-se necessária a redução estrutural da taxa real de juros de forma gradual, permitindo a ampliação do investimento produtivo e o alongamento do horizonte de planejamento das empresas.

Em segundo lugar, a política cambial deve evitar ciclos persistentes de apreciação excessiva da moeda nacional, preservando a competitividade industrial e reduzindo a vulnerabilidade externa.

Também se faz necessária a ampliação dos mecanismos públicos de financiamento de longo prazo especialmente voltados à infraestrutura, inovação e setores de maior intensidade tecnológica. Mazzucato (2013) e Chang (2004) destacam que experiências internacionais bem-sucedidas estiveram associadas à atuação estratégica do Estado na coordenação de investimentos e inovação.

Além disso, instrumentos macroprudenciais podem contribuir para reduzir a volatilidade dos fluxos internacionais de capitais e limitar movimentos especulativos de curto prazo.

A experiência internacional demonstra que países que combinaram estabilidade macroeconômica com transformação estrutural utilizaram políticas monetárias menos subordinadas à lógica financeira e mais articuladas ao desenvolvimento produtivo.

Considerações finais

O debate sobre política monetária no Brasil não pode permanecer restrito ao controle imediato da inflação. A trajetória recente da economia brasileira indica que juros estruturalmente elevados contribuíram para baixo investimento, valorização financeira e perda de capacidade industrial.

A estabilidade monetária é necessária, mas insuficiente para promover desenvolvimento econômico sustentado. Sem coordenação entre juros, câmbio, crédito e política industrial, a economia brasileira tende a reproduzir um padrão de crescimento reduzido e dependente da financeirização.

Reduzir estruturalmente os juros, ampliar o financiamento produtivo e preservar a competitividade cambial não são apenas medidas conjunturais, mas condições relevantes para fortalecer a capacidade produtiva nacional.

Mais do que controlar preços, o desafio brasileiro consiste em criar condições macroeconômicas favoráveis ao investimento, à transformação estrutural e ao desenvolvimento de longo prazo.

Referências Bibliográficas

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Os antecedentes da tormenta: origens da crise global. Campinas: UNESP/FACAMP, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Macroeconomia da estagnação. São Paulo: Editora 34, 2007.

CHANG, Ha Joon. Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica. São Paulo: UNESP, 2004.

EPSTEIN, Gerald. Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MAZZUCATO, Mariana. The Entrepreneurial State. London: Anthem Press, 2013.

MINSKY, Hyman. Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance. New York: M. E. Sharpe, 1982
.

OREIRO, José Luís. Macroeconomia do desenvolvimento. Rio de Janeiro: LTC, 2016.

RODRIK, Dani. The Globalization Paradox. New York: W. W. Norton, 2011.

STIGLITZ, Joseph. Globalization and Its Discontents. New York: W. W. Norton, 2002.



Bruno Mota

Mestre em Desenvolvimento Regional e Urbano (PPDRU/Unifacs), criador do projeto de Lei "Educação Financeira nas Escolas Municipais de Salvador", autor do livro Evolução do Microcrédito, coautor do livro Estado e Desenvolvimento e participante de duas edições dos livros Reflexões de Economistas Baianos. É também criador de canais que valorizam o trabalho dos economistas nas redes sociais.



Moeda, crédito e bancos centrais no Século XXI: uma abordagem pós-keynesiana*

POR JOSÉ LUIS OREIRO

O funcionamento de uma economia monetária de produção exige a consolidação de um arranjo contratual estável, capaz de mitigar a incerteza intrínseca às decisões de produção e investimento de longo prazo. Sob as premissas da Lei dos Contratos e sob a tutela do Estado, estabelece-se a unidade de conta e o instrumento aceito para a liquidação das obrigações, conhecido como moeda corrente ou *legal tender*. Substitutos perfeitos desse ativo de liquidação dos contratos emergem quando há um agente garantidor de última instância capaz de assegurar a conversibilidade entre as obrigações privadas e a moeda soberana a uma paridade fixa (CARVALHO, 1992, p. 101). Atualmente, as transações financeiras operam quase em sua totalidade por meio do sistema escritural de transferência eletrônica de depósitos à vista entre as instituições bancárias, restando ao papel-moeda físico um papel secundário e de circulação decrescente. A análise da criação desse meio circulante e da articulação entre os bancos comerciais e as autoridades monetárias constitui o cerne das teorias contemporâneas pós-keynesianas.

O papel do banco central e a compensação de saldos interbancários

O sistema bancário moderno funciona como o canal primário de liquidação das obrigações contratuais assumidas pelos agentes. Quando os correntistas emitem ordens de trans-

ferência contra suas contas de depósito à vista, geram-se fluxos diários de depósitos e saques entre diferentes bancos. Em um sistema hipotético de crédito puro, no qual todos os pagamentos são efetuados eletronicamente, o saldo líquido agregado de todas as transferências interbancárias é necessariamente nulo, visto que o débito de um banco constitui obrigatoriamente o crédito de outro. Contudo, as liquidações bilaterais entre as instituições financeiras não podem ser feitas com as obrigações que elas próprias emitem; elas exigem, por imposição legal, a moeda definitiva de liquidação, cujo monopólio de emissão pertence ao Banco Central (CARVALHO, 2015, p. 69).

Para operacionalizar o sistema de pagamentos, o Banco Central atua como casa de compensações, sob o *Sistema de Liquidação Bruta em Tempo Real,* processando de forma instantânea os débitos e créditos de cada instituição participante. Caso um banco encerre o expediente diário com saldo negativo, ele deve buscar reservas emprestadas no mercado interbancário junto aos bancos superavitários, oferecendo garantias para assegurar o pagamento. Em situações de elevada incerteza sobre a solvência dos pares, como o colapso do banco de investimentos Lehman Brothers em 2008, a taxa de juros interbancária (como a *London Interbank Offered Rate)* sofre forte instabilidade e elevações abruptas, travando o sistema de pagamentos. Diante desse colapso de liquidez, o Banco Central assume o papel de emprestador de última instância, fornecendo as reservas demandadas pelos bancos devedores e garantindo que os depósitos à vista permaneçam como substitutos perfeitos da moeda legal física, o que neutraliza o risco de corridas bancárias sistêmicas.

A contabilidade da criação de moeda e a regulação de Basileia

A moeda escritural é criada diretamente pelos bancos comerciais no momento da concessão de novos empréstimos. Ao avaliar que um tomador de crédito é solvente, a instituição realiza um lançamento contábil: registra o valor do financiamento em suas linhas de crédito no ativo e credita simultaneamente um montante idêntico na conta de depósitos à vista do cliente no passivo. Esse processo cria meios de pagamento a partir do nada, desmistificando o conceito de que o dinheiro é limitado por um lastro físico ou de que os bancos dependem da captação prévia de poupança.

Contudo, a criação de depósitos à vista pelos bancos comerciais encontra limites objetivos nas regras de regulação prudencial e nos requerimentos de liquidez e solvência. O desenvolvimento dos mercados de dívida pública nos países europeus a partir de meados do Século XVI e a criação do *Bank of England* em meados do Século XVIII foram fundamentais para criar ativos negociáveis que pudessem ser usados como colateral em operações de crédito (EICHENGREEN et al., 2021). A relação entre as instituições bancárias e a autoridade monetária varia conforme a estrutura do sistema



O funcionamento de uma economia monetária de produção exige a consolidação de um arranjo contratual estável capaz de mitigar a incerteza intrínseca às decisões de produção e investimento de longo prazo."

financeiro, dividindo-se entre sistemas lastreados em ativos e sistemas de crédito a descoberto (HICKS, 1974, p. 50-57).

As diretrizes do Comitê de Basileia estabelecem que as instituições devem manter uma proporção mínima de capital próprio em relação aos ativos de risco. No Brasil, o requerimento regulatório de Basileia exige que o patrimônio de referência corresponda a, no mínimo, oito por cento dos ativos ponderados pelo risco. Uma expansão desmedida do crédito eleva a alavancagem bancária e reduz os índices de liquidez, forçando as instituições a recomporem suas reservas no Banco Central por meio da venda de ativos de alta liquidez, como os títulos da dívida pública.

As tabelas a seguir demonstram, passo a passo, a evolução do balanço contábil consolidado do setor bancário e a correspondente alteração no balanço do Banco Central decorrente desse processo de expansão do crédito.

Tabela 1: Balancete Contábil Inicial do Setor Bancário Consolidado

Ativo	Valor (u.m.)	Passivo	Valor (u.m.)
Reservas Bancárias	200	Depósitos à Vista	800
Empréstimos	500	Capital Próprio	200
Títulos Públicos	300		
Total	1000	Total	1000

Na Tabela 1, o sistema bancário apresenta um índice de liquidez de 25% e um índice de solvência de 20%. Ao verificar-se uma melhora no estado de confiança das instituições financeiras, os bancos expandem os empréstimos concedidos ao setor privado, alterando o balanço contábil para a estrutura demonstrada na Tabela 2.

Tabela 2: Balancete Contábil do Setor Bancário Após Expansão Inicial do Crédito

Ativo	Valor (u.m.)	Passivo	Valor (u.m.)
Reservas Bancárias	200	Depósitos a vista	900
Empréstimos	600	Capital Próprio	200
Títulos Públicos	300		
Total do Ativo	1100	Total do Passivo e Capital	1100

Essa expansão contábil reduz o índice de liquidez para pouco mais de 22% e o índice de solvência para aproximadamente 18%, elevando a alavancagem bancária. Para expandir os empréstimos até o limite prudencial de Basileia de oito por cento, mantendo a liquidez em um patamar seguro de vinte por cento, os bancos comerciais necessitam aumentar suas reservas, o que realizam vendendo duzentas e sessenta unidades de títulos públicos para o Banco Central. Para liquidar a compra desses títulos da carteira dos bancos comerciais, o Banco Central credita o montante correspondente diretamente na conta de reservas das instituições, expandindo o seu próprio balanço e a base monetária da economia.

Ao final do processo, os meios de pagamento da economia expandem-se de mil unidades para duas mil quatrocentas e sessenta unidades monetárias. Esse acréscimo conjunto da base monetária e da oferta global de moeda evidencia o funcionamento do multiplicador monetário, cuja magnitude depende diretamente da preferência pela liquidez demonstrada pelos bancos comerciais.

A controvérsia entre as abordagens verticalista e horizontalista

A relação de causalidade entre a base monetária e a oferta de moeda divide os economistas em duas escolas de pensamento principais. A corrente verticalista assume que o Banco Central detém controle discricionário absoluto sobre o volume de seus ativos e, portanto, sobre as reservas bancárias e a base monetária. Nessa visão tradicional, a oferta de moeda estabelece-se de forma exógena a partir do controle direto da base monetária propagada por meio de um multiplicador estável no médio e longo prazo.

A abordagem horizontalista da moeda endógena, originada nos trabalhos de Kaldor (1973) e Moore (1988) e consolidada por Lavoie (2022), inverte essa relação de causalidade. Sob essa ótica, o processo de criação de moeda inicia-se na demanda de crédito pelas firmas e pelas famílias junto ao sistema financeiro. Os bancos comerciais acomodam essa demanda, criando depósitos à vista de forma automática e, em seguida, buscam as reservas necessárias para cumprir as exigências de compensação ou de reservas mínimas. O Banco Central é compelido a fornecer essas reservas de forma passiva e perfeitamente elástica para evitar um colapso sistêmico do mercado interbancário, fixando a taxa de juros básica e tornando a oferta de moeda horizontal na representação gráfica tradicional.

Como argumenta Keynes (1936, p. 241), o próprio dinheiro perde o seu prêmio de liquidez se houver expectativa de mudanças bruscas e instabilidade na sua oferta futura. A previsão teórica horizontalista de que os bancos comerciais operam no limite técnico das reservas exigidas e não mantêm encaixes excedentários voluntários entra em contradição com a realidade das últimas duas décadas. Como demonstra Koo (2022, p. 269), os bancos comerciais privados nos Estados Unidos, Japão, Zona do Euro e Reino Unido acumularam de forma persistente volumes significativos de reservas voluntárias. Os bancos comerciais só recorrem ao empréstimo de reservas no Banco Central em situações emergenciais (KOO, 2022, p. 354). Nos Estados Unidos, a proporção de reservas excedentárias em relação às reservas totais mantidas junto ao Federal Reserve saltou de patamares inferiores a 5% no período anterior à crise de 2008 para mais de 80% nos seguintes. Essa manutenção deliberada de ativos altamente líquidos, mesmo sob taxas de retorno reais próximas a zero, constitui uma evidência de que os bancos comerciais possuem preferência pela liquidez.

A Teoria da Firma Bancária e a preferência pela liquidez dos bancos

A presença de reservas voluntárias excedentárias invalida a perspectiva horizontalista pura e exige a revisão das teorias sobre o comportamento bancário. A teoria neoclássica de Tobin (1998) explica a demanda por ativos líquidos e de baixa rentabilidade como uma estratégia de precaução diante do risco de saques inesperados, contraposta aos custos reputacionais de acesso ao redesconto da autoridade monetária ou de captação no mercado de curto prazo. No entanto,

a perspectiva pós-keynesiana expande essa formulação ao argumentar que a escolha do portfólio não se resume a uma decisão binária entre ativos líquidos e ilíquidos, mas sim entre os diferentes graus de liquidez associados a cada ativo (CARVALHO, 1999). A liquidez traduz-se na capacidade global de honrar compromissos em moeda de curso legal sob incerteza não ergódica, sendo diretamente condicionada pelas interações dinâmicas entre os ativos em carteira e os passivos captados para financiá-los (MINSKY, 1975, 1982).

Nessa formulação, a estrutura do passivo dos bancos e o volume de depósitos deixam de ser variáveis puramente exógenas e passam a ser determinados de forma endógena pela preferência pela liquidez das próprias instituições (DE PAULA, 1999, p. 173). Tal preferência é ampliada pela incerteza associada à elegibilidade de ativos securitizados como colaterais ou pela percepção de incompatibilidade de suporte contínuo sob as regras de atuação recente de bancos centrais que operam sob o regime de metas de inflação (CARVALHO, 2015, p. 70).

Os bancos comerciais gerenciam seus portfólios ponderando três classes de ativos de acordo com seus graus de liquidez e rentabilidade:

1. As reservas bancárias, que oferecem liquidez perfeita, mas baixa rentabilidade;
2. Os títulos públicos, que fornecem liquidez de mercado e rentabilidade intermediária, concorrendo com as reservas no quesito segurança;
3. As linhas de crédito e empréstimos concedidos, ativos altamente rentáveis, porém ilíquidos, pois devem ser mantidos no balanço até o vencimento.

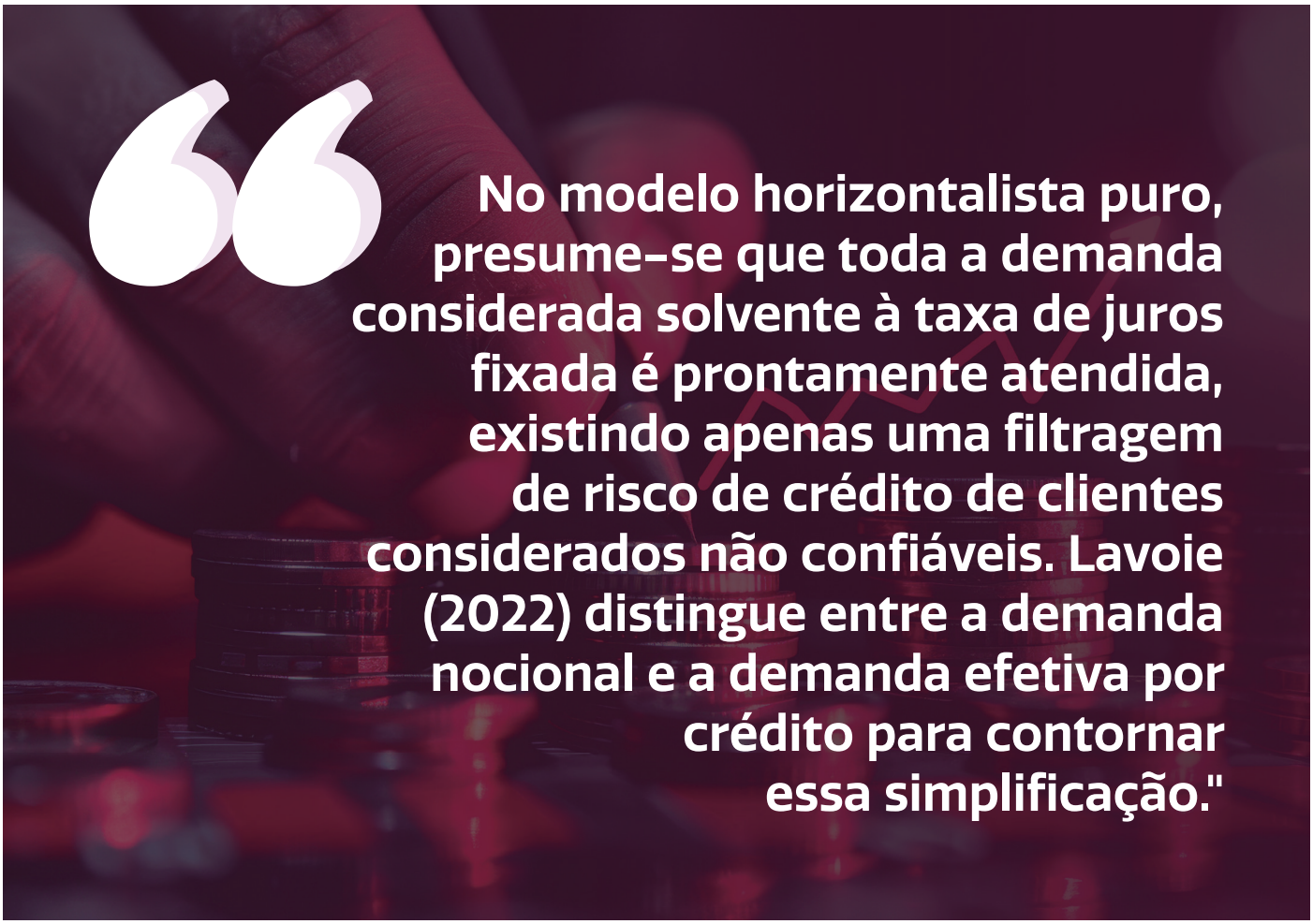
Assim, a curva de oferta de crédito do sistema bancário não é infinitamente elástica em relação à taxa de juros interbancária. Uma elevação nas taxas de juros cobradas sobre os empréstimos induz os bancos a reajustarem seus portfólios, reduzindo a proporção de ativos mantidos sob a forma de títulos públicos para ampliar o montante de empréstimos concedidos ao setor produtivo. Essa realocação de portfólio resulta em uma curva de oferta de crédito com inclinação positiva em relação à taxa de juros do financiamento privado (OREIRO, 2005).

Concentração Bancária e Racionamento de Crédito

O mercado financeiro real afasta-se marcadamente das condições de concorrência perfeita assumidas pelos modelos convencionais. O setor caracteriza-se por uma forte concentração que outorga poder de oligopólio a um reduzido número de instituições bancárias, as quais controlam expressiva parcela dos ativos e dos empréstimos. No mercado de crédito brasileiro, as quatro maiores instituições detinham mais de 55% de todos os ativos financeiros e quase 60% do estoque total de operações de crédito em 2022.

Munidos desse poder de oligopólio, os bancos atuam como formadores de preços e de quantidades. A taxa de juros incidente sobre os empréstimos bancários é fixada mediante a aplicação de um *mark-up* sobre a taxa de juros do mercado interbancário, a qual é regulada ativamente pela autoridade monetária. A imposição desse *mark-up*, somada à preferência pela liquidez das instituições sob condições de forte incerteza econômica, dá origem ao fenômeno do racionamento de crédito genuíno.





No modelo horizontalista puro, presume-se que toda a demanda considerada solvente à taxa de juros fixada é prontamente atendida, existindo apenas uma filtragem de risco de crédito de clientes considerados não confiáveis. Lavoie (2022) distingue entre a *demanda nocional e a demanda efetiva por crédito* para contornar essa simplificação. Sob a abordagem da preferência pela liquidez, pelo contrário, o racionamento ocorre de forma genuína porque as instituições optam por ofertar uma quantidade de crédito inferior à demanda de mercado à taxa praticada, onde tomadores solventes e indistinguíveis são racionados devido à aversão ao risco das instituições. Diante da percepção de riscos macroeconômicos imprevistos, os bancos realocam suas carteiras em favor de ativos perfeitamente líquidos, deixando de fora tomadores de crédito idênticos e confiáveis que estariam dispostos a arcar com os custos vigentes do financiamento.

Considerações finais

O processo de criação de moeda no Século XXI reflete as dinâmicas de uma economia escritural, na qual os bancos comerciais desempenham um papel central e endógeno na expansão dos meios de pagamento. A autoridade monetária preserva sua relevância de coordenadora e fiadora de última instância do sistema de pagamentos, garantindo a liquidação definitiva e a paridade de conversão entre a moeda privada e a moeda soberana. No entanto, a atuação do sistema de crédito não é neutra nem puramente elástica. A evidência empírica da persistência de reservas excedentárias voluntárias consolida a tese pós-keynesiana da preferência pela liquidez dos bancos comerciais, revelando que a oferta de crédito é ativamente contida pela aversão ao risco das instituições, pelas margens de capital exigidas pela regulação de Basileia e pela estrutura oligopolista de determinação de taxas e quantidades, conformando um canal de intermediação altamente sensível às flutuações da confiança econômica.

Notas

* Este artigo é um resumo do capítulo 6 do livro "Macroeconomia Monetária: Emprego, Moeda e taxa de Juros" de autoria do economista José Luis Oreiro, publicado em agosto de 2025 pela Alta Books.

Referências Bibliográficas

CARVALHO, F. C. *Liquidity Preference and Monetary Economies*. Londres: Routledge, 2015.

CARVALHO, F. C. On banks' liquidity preference. In: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. (eds.). *Full Employment and Price Stability in a Global Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

CARVALHO, F. C. *Mr Keynes and the Post Keynesians*: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Aldershot: Edward Elgar, 1992.

DE PAULA, L. F. A teoria da firma bancária. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (orgs.). *Macroeconomia Moderna:* Keynes e a Economia Contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

EICHENGREEN, B.; EL-GANAINY, A.; ESTEVES, R.; MITCHENER, J. *In Defense of Public Debt*. Nova Iorque: Oxford University Press, 2021.

HEIN, E. *Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation:* Contributions to 'Monetary Analysis'. Londres: Palgrave Macmillan, 2008.

HICKS, J. *Crisis in Keynesian Economics*. Nova Iorque: Basic Books, 1974.

KALDOR, N. *Monetary Policy, Economic Stability and Growth:* Memoranda of evidence for the Radcliffe Commission. 1973.

KEYNES, J. M. The Theory of the Rate of Interest. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan, 1937. v. XIV.[1]

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan Press, 1936.

KOO, R. C. *Pursued Economy:* understanding and overcoming the challenging new realities for advanced economies. Chichester: Wiley, 2022.

LAVOIE, M. *Post-Keynesian Economics:* New Foundations. Cheltenham: Edward Elgar, 2022.

MINSKY, H. P. *Can "It" happen again?* Nova Iorque: M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. Nova Iorque: Columbia University Press, 1975.

MOORE, B. *Horizontalists and Verticalists*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

OREIRO, J. L. Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária: uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 101-131, 2005.

TOBIN, J. *Money, Credit and Capital*. Nova Iorque: McGraw-Hill, 1998.



José Luis Oreiro

Professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília e do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País Basco, pesquisador nível A do CNPq e líder do grupo de pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento.

DESCOMPLICANDO A ECONOMIA

Confira a publicação em quadrinhos com conceitos econômicos mais acessíveis ao público em geral!



Saiba mais!

Aponte a câmera do seu celular para o código QR!

Política monetária e mercado financeiro no Século XXI:

entre estabilidade, liquidez e novos desafios

POR LUCAS SEGATO SIQUEIRA

Resumo

Este artigo discute uma mudança que foi acontecendo quase sem que se percebesse: os bancos centrais deixaram de ser guardiões da moeda para se tornarem peças centrais da arquitetura financeira global. A expansão desse papel não foi planejada e foi sendo imposta por crises, por transformações tecnológicas e por um grau de integração entre mercados que tornou qualquer decisão monetária local em evento de repercussão internacional. O trabalho examina o regime de metas de inflação, reconhecendo o que ele trouxe de positivo sem ignorar onde ele falhou. Endividamento público, dominância fiscal, fintechs e moedas digitais entram na análise como elementos que complicam, e muito, a equação. A tese que percorre o texto é simples na formulação, mas difícil na prática: sem coordenação institucional e disposição para rever instrumentos, nenhuma política monetária resiste às turbulências do ambiente atual.

Palavras-chave: Política monetária; Mercado financeiro; Metas de inflação; Estabilidade financeira; Dominância fiscal.





É possível ter índices de preços comportados enquanto bolhas se formam silenciosamente no mercado de crédito, no setor imobiliário ou nos balanços das instituições financeiras. Quando essas bolhas estouram, subir ou baixar juros resolve pouco. O estrago já está feito, e a taxa de juros, sozinha, não tem como desfazê-lo. Foi o que 2008 deixou evidente."

Introdução

Por mais que os bancos centrais tenham aperfeiçoado seus modelos e ampliado seu arsenal técnico ao longo das últimas décadas, o sistema financeiro mostrou repetidas vezes que opera segundo uma lógica própria. Os choques surgem justamente onde as previsões não chegam. A crise de 2008 expôs isso de forma contundente, mas estava longe de ser a primeira vez, e não seria a última.

Durante boa parte do Século XX, a missão de um banco central era relativamente clara: conter a inflação, preservar o valor da moeda, garantir alguma previsibilidade para os agentes econômicos. Esse foco estreito tinha uma lógica. Milton Friedman passou décadas defendendo que autoridades monetárias operam melhor quando seguem regras fixas e resistem à tentação de intervir além do necessário. A inflação, na sua leitura, é essencialmente um problema de excesso de moeda e a solução, portanto, deveria ser disciplina e consistência.

Só que o sistema financeiro real raramente se comporta de acordo com os modelos. Joseph Stiglitz foi um dos que insistiu nesse ponto: mercados financeiros são permeados por assimetrias de informação, incentivos distorcidos e falhas estruturais que limitam, às vezes severamente, o alcance das políticas convencionais. Em momentos de estresse, essas limitações ficam escancaradas.

O Brasil entrou nessa história em 1999, quando adotou o regime de metas de inflação e passou a usar a taxa Selic como principal alavanca de controle dos preços. Por quase uma década, o arranjo funcionou dentro do esperado. A âncora das expectativas operava, a inflação respondia aos movimentos de juros e o modelo parecia robusto o suficiente para atravessar os ciclos normais da economia. Mas 2008 não foi um ciclo normal.

A crise que eclodiu naquele ano expôs uma fragilidade que os defensores mais entusiastas do regime de metas tendiam a minimizar: inflação controlada não equivale a sistema financeiro estável. É possível ter índices de preços comportados enquanto bolhas se formam silenciosa-

> **A experiência acumulada desde 2008 também reforçou algo que os modelos mais elegantes tendem a ignorar: inflação baixa e estabilidade financeira não são a mesma coisa. É possível ter uma sem a outra"**

mente no mercado de crédito, no setor imobiliário ou nos balanços das instituições financeiras. Quando essas bolhas estouram, subir ou baixar juros resolve pouco. O estrago já está feito, e a taxa de juros, sozinha, não tem como desfazê-lo. Foi o que 2008 deixou evidente. A resposta que veio na sequência quebrou com quase tudo que se ensinava nos livros: compra de ativos em volumes nunca vistos, liquidez despejada no sistema sem limite claro, juros colados no zero por anos. O Federal Reserve, o Banco Central Europeu e outros grandes bancos centrais saíram daquele período com balanços tão inflados que passaram a ser, eles mesmos, um fator de influência nos mercados que deveriam apenas supervisionar.

Nesse debate, os estudos de Carmen Reinhart têm particular relevância. Em parceria com Kenneth Rogoff, ela mostrou que crises financeiras costumam ser precedidas por expansão excessiva de crédito e acúmulo de dívida, tanto pública quanto privada. A lição implícita é desconfortável: períodos de crescimento estável tendem a gerar complacência e comportamentos de risco que, silenciosamente, acumulam vulnerabilidades. Hyman Minsky havia dito algo semelhante décadas antes: a estabilidade, paradoxalmente, cria condições para a instabilidade futura.

A comunicação dos bancos centrais, nesse cenário, tornou-se um instrumento de política por si só. Pequenas mudanças nas sinalizações sobre a trajetória futura de juros, o que foi convencionado chamar de forward guidance, podem mover câmbio, crédito e preços de ativos de forma considerável. Michael Woodford foi um dos acadêmicos que mais sistematizou essa ideia: a eficácia da política monetária depende tanto da ação concreta quanto da capacidade de moldar expectativas sobre ações futuras.

No caso brasileiro, o pós-pandemia foi particularmente revelador. A combinação de inflação elevada, câmbio pressionado e incertezas crescentes obrigou o Banco Central a elevar a Selic de forma agressiva, o que, por sua vez, acendeu o debate sobre os limites da política monetária em economias emergentes que são altamente dependentes de fluxos externos de capital e estão sujeitas a variações bruscas no apetite global por risco.

Outro vetor de transformação diz respeito à tecnologia. As fintechs reescreveram parte das regras do jogo financeiro. Algoritmos de negociação operam em velocidades e volumes que nenhum ser humano consegue acompanhar em tempo real. As moedas digitais, tanto as privadas quanto as emitidas por bancos centrais (CBDCs), colocam questões regulatórias para as quais ainda não há respostas definitivas. Tudo isso amplia a eficiência do sistema, mas também cria pontos cegos que os instrumentos tradicionais de supervisão têm dificuldade de alcançar.

A experiência acumulada desde 2008 também reforçou algo que os modelos mais elegantes tendem a ignorar: inflação baixa e estabilidade financeira não são a mesma coisa. É possível ter uma sem a outra. Por isso, a política macroprudencial, com seus mecanismos de monitoramento de risco sistêmico, regulação do crédito e supervisão do sistema financeiro, passou a ser tratada como complemento necessário, e não como apêndice, da política monetária convencional.



A tensão entre regras e discricionariedade, nesse sentido, permanece aberta. Friedman tinha razão ao apontar os riscos da arbitrariedade. Mas Stiglitz também não estava errado ao lembrar que choques inesperados exigem respostas que nenhuma regra previamente formulada consegue antecipar com precisão. E mais: a política monetária, por mais bem calibrada que esteja, não substitui políticas fiscais ativas, investimento público e estratégias de desenvolvimento. Ela é um instrumento poderoso, mas com alcance definido.

Conclusão

A política monetária do Século XXI é, em muitos aspectos, irreconhecível em relação ao que se praticou há cinquenta anos. Os bancos centrais acumularam funções, instrumentos e responsabilidades que vão muito além do controle da inflação. Tornaram-se guardiões da estabilidade financeira, gestores de expectativas e, em certos momentos, emprestadores de última instância em escala global. Essa ampliação de papel traz consigo exigências que não se resolvem com modelos simples: credibilidade institucional construída ao longo do tempo, capacidade de coordenação com a política fiscal e disposição para adaptar instrumentos diante de realidades que mudam mais rapidamente do que os manuais conseguem acompanhar.

As transformações tecnológicas acrescentam uma camada adicional de complexidade. Moedas digitais, automação financeira e integração global dos mercados não são tendências passageiras, mas mudanças estruturais que exigem respostas regulatórias à altura. Em um ambiente marcado por financeirização intensa, incertezas geopolíticas e choques de difícil previsão, compreender o que a política monetária pode e não pode fazer deixou de ser uma questão acadêmica. É, antes de tudo, uma condição para que os Estados mantenham alguma capacidade efetiva de resposta diante das pressões que o sistema financeiro global impõe cotidianamente.



Lucas Segato Siqueira

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Espírito Santo e em Ciências Contábeis pela Universidade Aberta do Brasil. Analista de inteligência de mercado na Brametal S/A.

Política monetária restritiva em economias emergentes:

efeitos sobre o mercado financeiro e bloqueio do crescimento

POR DIÓGENES SEVERO NUNES JÚNIOR

A condução da política monetária em economias emergentes, especialmente no Século XXI, tem sido amplamente influenciada pelo arcabouço do regime de metas de inflação, conforme sistematizado por autores como Taylor (1993) e Woodford (2003). Esse modelo estabelece que a autoridade monetária deve reagir sistematicamente aos desvios da inflação em relação à meta e ao hiato do produto, ajustando a taxa de juros de curto prazo de maneira a restaurar o equilíbrio macroeconômico. No entanto, a aplicação desse arcabouço em contextos estruturais distintos daqueles das economias desenvolvidas levanta questionamentos relevantes quanto à sua eficácia e aos seus efeitos colaterais sobre o mercado financeiro e o crescimento econômico.

No caso brasileiro, a política monetária restritiva, materializada na elevação da taxa básica de juros (Selic), parte do pressuposto de que a inflação é predominantemente um fenômeno de demanda, conforme a tradição monetarista de Friedman (1968). Entretanto, autores estruturalistas, como Prebisch (1950) e Furtado (1961), argumentam que, em economias periféricas, a inflação possui forte componente estrutural, associado a gargalos produtivos, dependência externa e rigidez na oferta. A inflação de custos, decorrente de choques externos, desvalorização



cambial e pressões salariais, não responde da mesma forma ao aperto monetário que a inflação de demanda. Nesse contexto, a elevação da taxa de juros tende a produzir efeitos limitados sobre a inflação, ao mesmo tempo em que impõe custos significativos à atividade econômica, configurando o chamado paradoxo da política monetária periférica.

A literatura pós-keynesiana, representada por autores como Minsky (1986) e Lavoie (2014), oferece uma crítica adicional ao enfoque tradicional da política monetária. Segundo essa abordagem, o sistema financeiro desempenha papel central na dinâmica macroeconômica, sendo intrinsicamente instável e sensível às condições de liquidez. A elevação das taxas de juros, ao invés de apenas conter a inflação, altera profundamente a estrutura de incentivos do mercado financeiro, favorecendo aplicações em ativos líquidos e de baixo risco, em detrimento do financiamento da produção. Para Minsky (1986), ciclos de expansão e contração do crédito são endógenos ao próprio sistema capitalista, e intervenções monetárias excessivamente restritivas podem amplificar a fragilidade financeira ao invés de contê-la.

Esse fenômeno contribui para o processo de financeirização da economia, conforme analisado por Epstein (2005), no qual a lógica financeira passa a dominar as decisões de alocação de recursos em detrimento da lógica produtiva. Em ambientes de juros elevados, títulos públicos e instrumentos financeiros indexados tornam-se mais atrativos, reduzindo o apetite por investimentos produtivos de longo prazo. Como resultado, observa-se um deslocamento sistemático da rentabilidade da economia real para o setor financeiro, com impactos negativos sobre a formação bruta de capital fixo e, consequentemente, sobre o crescimento econômico de longo prazo. No Brasil, esse processo é particularmente visível na elevada participação dos títulos do Tesouro Nacional na carteira dos investidores institucionais, que encontram na renda fixa retornos superiores aos projetos de infraestrutura e inovação.



A eficácia do canal de transmissão da política monetária via crédito apresenta limitações relevantes em economias emergentes. Bernanke e Gertler (1995) destacam a importância do canal de crédito na transmissão da política monetária, mas reconhecem que sua efetividade depende do grau de desenvolvimento e profundidade do sistema financeiro. No Brasil, caracterizado por alta concentração bancária e spreads elevados, conforme apontado por Oreiro e Paula (2010), o aumento da taxa de juros não se traduz de forma proporcional em restrição ao consumo agregado, mas impacta significativamente o custo do crédito para empresas, especialmente as de menor porte. Os spreads bancários brasileiros figuram entre os mais elevados do mundo em desenvolvimento, o que indica que a política monetária opera com coeficientes de transmissão distorcidos pelo poder de mercado das instituições financeiras.

Esse cenário gera uma assimetria estrutural importante: enquanto grandes corporações possuem acesso a fontes alternativas de financiamento (emissão de debêntures, mercado de capitais internacional e crédito subsidiado via bancos públicos), pequenas e médias empresas tornam-se mais vulneráveis às condições monetárias restritivas, dependendo quase exclusivamente do crédito bancário doméstico. O resultado é uma contração seletiva do investimento produtivo, com efeitos diretos sobre o crescimento econômico, a geração de emprego e a inovação. Esse diferencial de acesso ao capital aprofunda



A elevação das taxas de juros, ao encarecer o custo do capital e reduzir o valor presente dos projetos produtivos, diminui o incentivo ao investimento privado, contribuindo para um ambiente de baixo crescimento e subutilização da capacidade instalada."

a dualidade estrutural da economia brasileira, concentrando a atividade produtiva em setores e agentes com maior capacidade de suportar os custos do aperto monetário.

Outro efeito relevante da política monetária restritiva refere-se à dinâmica da dívida pública. Conforme discutido por Blanchard (2019), o impacto dos juros sobre a sustentabilidade da dívida depende da relação entre taxa de juros real (r) e taxa de crescimento do produto (g). Quando r > g (situação recorrente no Brasil ao longo das últimas décadas), o custo da dívida cresce de forma autônoma, pressionando o resultado fiscal primário necessário para sua estabilização. Em contextos de juros elevados e baixo crescimento, o custo da dívida tende a aumentar em termos relativos, reduzindo o espaço fiscal para investimentos públicos em infraestrutura, educação e saúde. Em economias emergentes, onde o Estado historicamente desempenha papel central na indução do crescimento via investimento público, essa restrição fiscal assume relevância estratégica de primeira ordem.

Do ponto de vista da demanda agregada, a abordagem de Keynes (1936) enfatiza a importância do investimento como determinante autônomo do nível de atividade econômica. A eficiência marginal do capital (que orienta as decisões de investimento dos empresários) é negativamente afetada pela elevação da taxa de juros, na medida em que esta representa o custo de oportunidade do capital. A elevação das taxas de juros, ao encarecer o custo do capital e reduzir o valor presente dos projetos produtivos, diminui o incentivo ao investimento privado, contribuindo para um ambiente de baixo crescimento e subutilização da capacidade instalada. Em economias com elevada capacidade ociosa (situação comum no ciclo recessivo brasileiro), esse efeito é ainda mais pronunciado, uma vez que não há pressão inflacionária significativa decorrente do excesso de demanda que justifique o aperto monetário.

Além disso, a presença de elevada informalidade no mercado de trabalho e de intensa desigualdade de renda limita estruturalmente a efetividade da política monetária como instrumento de controle da demanda agregada. Grande parte da população economicamente ativa não possui acesso ao crédito formal, o que reduz o impacto direto da taxa de juros sobre o consumo das famílias de menor renda. Segundo dados do Banco Mundial e do IBGE, o setor informal responde por parcela significativa do emprego no Brasil, operando à margem dos mecanismos convencionais de transmissão monetária. Nesse

contexto, a política monetária restritiva perde eficácia como instrumento de estabilização e passa a atuar predominantemente como fator de compressão da atividade econômica para os segmentos formalizados, sem alcançar aqueles que mais contribuem para as pressões inflacionárias de custo.

Um aspecto frequentemente subestimado na análise da política monetária em economias emergentes é o efeito sobre o câmbio e os fluxos de capitais internacionais. A elevação da taxa de juros doméstica, ao ampliar o diferencial de rentabilidade em relação às taxas internacionais, atrai capitais externos de curto prazo, valorizando a moeda nacional. Embora a apreciação cambial contribua para reduzir a inflação de bens importados no curto prazo, ela também deteriora a competitividade das exportações e estimula as importações, aprofundando a vulnerabilidade externa da economia. Ao mesmo tempo, a dependência de capitais voláteis torna a economia mais suscetível a reversões súbitas de fluxos financeiros, amplificando a instabilidade macroeconômica em cenários de deterioração do ambiente externo.

Diante desse cenário, torna-se necessário repensar o papel da política monetária em economias emergentes. Em vez de atuar exclusivamente como instrumento de controle inflacionário mediante o ajuste da taxa de juros de curto prazo, a política monetária deve ser integrada a uma estratégia mais ampla de desenvolvimento econômico, considerando as especificidades estruturais dessas economias. Isso implica reconhecer os limites do modelo convencional baseado em metas de inflação e explorar complementaridades com instrumentos de política creditícia, regulação macroprudencial e política cambial ativa. A coordenação entre política monetária e política fiscal expansiva em momentos de capacidade ociosa elevada pode produzir resultados superiores em termos de crescimento sem necessariamente comprometer a estabilidade de preços, desde que sustentada por fundamentos fiscais sólidos.

Em síntese, a política monetária restritiva, ao ser aplicada de forma indiscriminada em economias emergentes com estruturas produtivas heterogêneas e sistemas financeiros concentrados, tende a gerar distorções no mercado financeiro, aprofundar a financeirização da economia, reduzir o investimento produtivo e limitar o crescimento econômico de longo prazo. O custo de oportunidade representado pelas taxas de juros elevadas recai de forma assimétrica sobre os agentes econômicos menos capitalizados e mais dependentes do crédito bancário, ampliando desigualdades estruturais. A compreensão crítica desses efeitos é fundamental para a formulação de políticas econômicas mais adequadas às realidades estruturais das economias periféricas, permitindo a construção de trajetórias de desenvolvimento mais sustentáveis, inclusivas e menos dependentes da lógica financeira de curto prazo.



Referências Bibliográficas

BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. Journal of Economic Perspectives, v. 9, n. 4, p. 27-48, 1995.

BLANCHARD, Olivier. Public debt and low interest rates. American Economic Review, v. 109, n. 4, p. 1197-1229, 2019.

EPSTEIN, Gerald (Ed.). Financialization and the world economy. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

FURTADO, Celso. Formação econômica do Brasil. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

KEYNES, John Maynard. The general theory of employment, interest and money. London: Macmillan, 1936

LAVOIE, Marc. Post-Keynesian economics: new foundations. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

MINSKY, Hyman P. Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press, 1986.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de. Sistema financeiro, crescimento e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

PREBISCH, Raúl. The economic development of Latin America and its principal problems. New York: United Nations, 1950.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, v. 39, p. 195-214, 1993.

WOODFORD, Michael. Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy. Princeton: Princeton University Press, 2003.



Diógenes Severo Nunes Júnior

Graduado em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais e em Matemática pela Universidade do Sul de Minas. Possui pós-graduação em Gestão de Pessoas (PUC/MG) e MBA em Marketing (Universidade Estácio de Sá/RJ). Fundador e sócio de franquias, professor e consultor de economia e finanças para empresas e pessoas físicas. Autor do livro “Como Transformar seu Negócio em Franquia – Um Guia Completo”.

Comissão de Economia do Setor Público lança e-book

O Estado em Ação:

o papel do orçamento no desenvolvimento do Brasil

Entenda como o **planejamento**, o **orçamento público** e a atuação dos **economistas** contribuem para o **desenvolvimento econômico**, a **transparência** e o **bem-estar social**



Saiba mais!
Aponte a câmera do seu celular para o código QR!

COFECON
CONSELHO FEDERAL DE ECONOMIA

CORECON
CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA

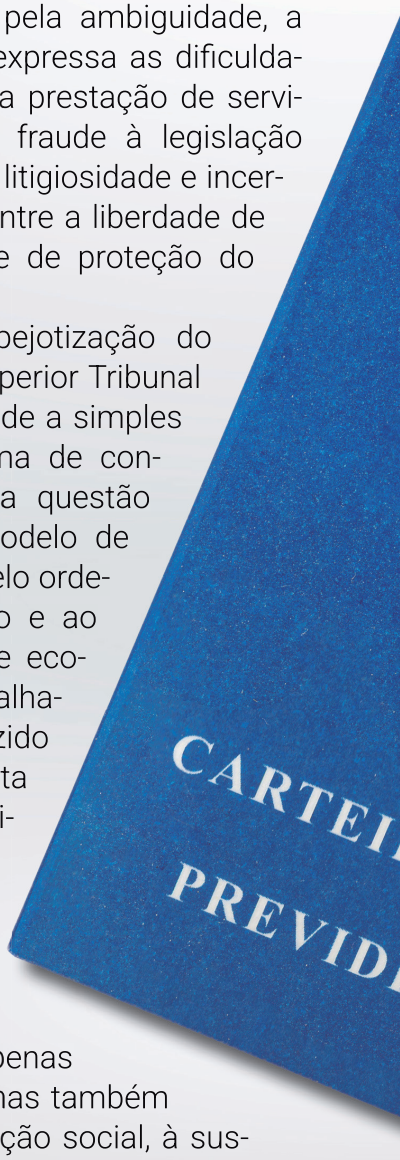
Pejotização, desenvolvimento e o futuro da proteção social no Brasil

POR TANIA CRISTINA TEIXEIRA E LUCIA DOS SANTOS GARCIA

A chamada pejotização consolidou-se, nos últimos anos, como uma das principais formas de reorganização das relações de trabalho no Brasil. O fenômeno consiste na contratação de trabalhadores por meio de pessoas jurídicas, em substituição ao vínculo empregatício tradicional, transferindo ao trabalhador os riscos e encargos inerentes à atividade econômica e secundarizando garantias previstas na legislação trabalhista.

Embora frequentemente apresentada como instrumento de modernização das relações laborais e de ampliação da liberdade contratual, a pejotização não surgiu de forma isolada. Trata-se de um corolário das mudanças legislativas promovidas a partir de 2017, especialmente da ampliação da terceirização para as atividades-fim das empresas (Lei 13.429) e da Reforma Trabalhista (Lei 13.467), que promoveram a valorização da liberdade econômica, da autonomia privada e da redução de custos de contratação, conferindo maior margem de organização às empresas e ampliando as possibilidades de contratação fora do regime celetista. Em contrapartida, proporcionaram insegurança econômica e jurídica aos trabalhadores, além de expressivo abalo nos fundos públicos que sustentam o Estado Social brasileiro surgido da Constituição Federal de 1988.

Em determinados casos, a facilidade trazida pela pejotização tem permitido a prestação de serviços por profissionais efetivamente autônomos, dotados de maior independência e capacidade de negociação. Em muitos outros, porém, encobre relações de emprego que permanecem marcadas pela pessoalidade, habitualidade, onerosidade e subordinação, mas sem a correspondente proteção assegurada pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT). Neste contexto marcado pela ambiguidade, a expansão da pejotização expressa as dificuldades de distinguir a legítima prestação de serviços autônomos da mera fraude à legislação trabalhista, produz intensa litigiosidade e incertezas quanto aos limites entre a liberdade de contratar e a necessidade de proteção do trabalho humano.



O debate sobre a pejotização do qual se ocupa, agora, o Superior Tribunal Federal, portanto, transcende a simples discussão acerca da forma de contratação. Trata-se de uma questão relacionada ao próprio modelo de proteção social adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro e ao equilíbrio entre a liberdade econômica e a tutela do trabalhador, que não pode ser reduzido a uma oposição simplista entre "flexibilidade" e "rigidez" nas relações de trabalho, nem a parâmetros de curtíssimo prazo.

O assunto envolve questões muito mais profundas, relacionadas não apenas aos direitos trabalhistas, mas também ao financiamento da proteção social, à sus-


Ministério do Trabalho e Emprego
Ministério do Trabalho e Emprego
REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL
15 de Novembro
de 1889
RA DE TRABALHO
E
ÊNCIA SOCIAL
TRABALH
IA SOCIAL
Ministério do Trabalho e E



A Constituição Federal de 1988 estruturou um modelo de proteção social baseado, em grande medida, na contribuição incidente sobre a folha de pagamentos. O mercado de trabalho formal, portanto, é um dos pilares de sustentação do sistema que protege os trabalhadores e a população mais vulnerável."

tentabilidade das políticas públicas, à capacidade de investimento do Estado e ao próprio projeto de desenvolvimento nacional.

Os números dizem muito. De acordo com a Nota Técnica 009/2025/MTE, entre 2022 e 2025 um total de 5,5 milhões de trabalhadores celetistas passaram a ser pessoas jurídicas, sendo 4,4 milhões deles microempreendedores individuais (MEI). Mais de 55% destes MEIs continuaram exercendo as mesmas funções nas mesmas empresas, mas sem os direitos garantidos pela CLT.

Matéria publicada pelo Correio Braziliense em 26/04 deste ano traz alguns números do Sebrae: são 13,1 milhões de MEIs no Brasil, sendo 3,8 milhões de registros abertos no ano passado. As atividades que mais cresceram são promoção de vendas e apoio administrativo, que pouco dialogam com o espírito original do programa: atualmente ele é usado em serviços típicos de relações assalariadas, informalizando o vínculo empregatício.

Essa realidade revela um ponto central: o debate sobre o futuro do trabalho não pode ignorar os efeitos econômicos e sociais da substituição do emprego formal por contratos civis ou empresariais. Não se trata, meramente, de uma flexibilização contratual. É mudança estrutural nas relações de trabalho, com efeitos sobre a renda, a proteção social (porque desloca para o trabalhador riscos que antes eram compartilhados socialmente) e a dinâmica econômica do trabalho.

Perdas em investimentos sociais

A Constituição de 1988 estruturou um modelo de proteção social baseado, em grande medida, na contribuição incidente sobre a folha de pagamentos. O mercado de trabalho formal, portanto, é um dos pilares de sustentação do sistema que protege os trabalhadores e a população mais vulnerável. Quando o mercado formal é erodido, os efeitos se propagam por diversas instituições.

A Previdência Social é um exemplo claro disso. Ela é um fundo coletivo, sob administração do Estado, com recolhimentos de toda a sociedade. De acordo com dados apresentados pelo secretário-executivo do Ministério da Previdência, Adroaldo Portal, em audiência pública no STF no dia 6 de outubro de 2025, cerca de 73% das despesas previdenciárias são financiadas pela folha de pagamento dos trabalhadores formalmente contratados. Além disso, se 10% dos trabalhadores celetistas migrassem para um regime de pes-

soa jurídica, haveria uma perda anual superior a R$ 47 bilhões para o sistema previdenciário.

O impacto da pejotização não se limita às aposentadorias. A estrutura de financiamento voltada ao trabalho formal sustenta um amplo conjunto de políticas públicas. No Brasil, a estabilidade dos trabalhadores foi substituída por um sistema de poupança diferida que é o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Mas a função deste fundo vai muito além da proteção ao trabalhador: ele lastreia importantes políticas públicas no Brasil, como é o caso das políticas de habitação e saneamento. Dados da Auditoria Fiscal do Trabalho (baseados no eSocial e apresentados na audiência pública realizada no dia 6 de outubro de 2025 no STF) mostram que, entre janeiro de 2022 e julho de 2025, o FGTS teve uma perda de R$ 27 bilhões associada à redução da base de contribuição. Esta perda de arrecadação, portanto, não compromete apenas direitos individuais, mas a própria capacidade de investimento em áreas estratégicas para o desenvolvimento nacional.

O chamado "Sistema S", por sua vez, exerce função estratégica na qualificação profissional e no aumento da produtividade da economia brasileira. No período anteriormente citado, as perdas causadas pela pejotização são calculadas em R$ 8 bilhões. Esta é uma contradição importante: ao mesmo tempo em que se argumenta que novas formas de contratação ampliam a eficiência e a competitividade, reduz-se a capacidade de financiamento das instituições responsáveis pela formação profissional e pela qualificação da força de trabalho. O aumento sustentável da produtividade não pode ser construído apenas pela compressão de custos trabalhistas. Economias que alcançaram maior dinamismo produtivo investiram fortemente em tecnologia, inovação, educação e qualificação profissional.

Outro instrumento afetado pela perda de arrecadação causada pela pejotização é o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que financia políticas como o seguro-desemprego e o abono salarial. Em 2024, de acordo com dados do Ministério do Trabalho e Emprego, os recursos arrecadados pelo FAT foram R$ 113,1 bilhões. As principais despesas correntes foram de R$ 53,4 bilhões com o pagamento do seguro-desemprego e R$ 28,1 bilhões com abono salarial. Além disso, um percentual da arrecadação é destinado a programas de desenvolvimento econômico por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Quando ocorre o enfraquecimento dessa base contributiva, toda a sociedade é afetada e os mecanismos de financiamento do Estado com finalidade social são enfraquecidos.

Também é importante frisar que a pejotização, em muitos casos, ocorre em contextos de forte assimetria de poder entre contratantes e trabalhadores. São situações nas quais eles correm o risco de serem demitidos se não aderirem à pejotização. No papel, a relação aparenta ser entre partes iguais; muitas vezes, entretanto, ela mascara situações nas quais o trabalhador não tem autonomia real sobre a sua jornada ou suas condições de trabalho. Esta configuração pressiona os rendimentos para baixo e amplia a precarização. Transferir integralmente para o trabalhador o peso dos ajustes econômicos enfraquece o mercado consumidor interno e amplia a insegurança social num país já marcado pela desigualdade.

Mundo do trabalho em transformação

O MEI foi concebido com a finalidade de promover inclusão produtiva, formalizando pequenos empreendedores e trabalhadores autônomos historicamente excluídos da proteção previdenciária e tributária. Mas, em muitos casos, vem sendo utilizado como mecanismo de substituição de um vínculo empregatício formal. Uma ferramenta criada para melhorar a condição de quem não tinha acesso à proteção social se tornou um meio de precarizar quem já tinha acesso e estava numa situação melhor.

A reforma trabalhista de 2017 acelerou esta tendência de substituição de trabalhadores celetistas por pejotizados. Neste sentido, a nota técnica encomendada pela seccional paulista da Ordem dos Advogados do Brasil (OAB/SP) e elaborada por Nelson Marconi e Marcelo Capraro Brancher é muito ilustrativa. Eles calcularam que, caso os trabalhadores por conta própria incorporados neste período houvessem sido contratados como celetistas, a arrecadação até 2023 teria sido superior em, pelo menos, R$ 89 bilhões,

valor que correspondia a 3,8% do total arrecadado pelo governo federal naquele ano. Eles também calcularam que caso 50% da força de trabalho com carteira assinada passasse a trabalhar como pessoa jurídica, a perda arrecadatória anual seria da ordem de R$ 384 bilhões por ano (ou 16,6% da arrecadação federal em 2023).

Por isso, é fundamental que o debate avance em duas direções complementares. A primeira é o reconhecimento de que o mundo do trabalho está, de fato, em transformação. O avanço das plataformas digitais, por exemplo, impõe desafios reais às formas tradicionais de contratação. A reflexão sobre modelos mais adequados à realidade atual é necessária. Se não avançarmos nesta direção, corremos o risco de que a realidade do capitalismo contemporâneo termine por esvaziar a Consolidação das Leis do Trabalho.

Entretanto, reconhecer as transformações tecnológicas não significa aceitar passivamente a desestruturação dos mecanismos de proteção social construídos ao longo de décadas. Modernização não pode ser sinônimo de precarização. É necessário preservar e redesenhar mecanismos de financiamento das políticas públicas que garantam a necessária proteção social e o desenvolvimento social e econômico do País.

O desafio central consiste justamente em construir formas de adaptação capazes de preservar direitos e o garantir financiamento das políticas públicas a proteção social. A Constituição de 1988 estabeleceu um pacto social baseado na construção de uma sociedade menos desigual e comprometida com a proteção social. O trabalho formal ocupa papel central nessa arquitetura institucional. Fragilizá-lo sem a construção de alternativas sustentáveis de financiamento significa colocar em risco mecanismos fundamentais de coesão social e desenvolvimento.

Não se trata, portanto, de negar a mudança, mas de tomar as rédeas dela, dando-lhe uma direção adequada. A discussão sobre o futuro do



trabalho deve estar conectada com um projeto nacional de desenvolvimento. A modernização para novas formas de organização do trabalho não pode ocorrer à custa da desestruturação dos instrumentos que sustentam a proteção da própria sociedade. Para além de uma disputa jurídica ou contratual, a pejotização coloca em debate o modelo de sociedade que queremos construir. Um país que pretende enfrentar suas desigualdades históricas não pode tratar o trabalho apenas como um custo a ser reduzido. O desafio contemporâneo está justamente em encontrar caminhos capazes de conciliar, de um lado, dinamismo econômico e transformação tecnológica, e de outro, justiça social, dignidade humana e bem-viver.

Referências Bibliográficas

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. *Nota Técnica nº 009/2025/MTE*. Brasília: Ministério do Trabalho e Emprego, 2025.

CARVALHO, João Pedro Resende de. *Pejotização: cerca de 50 mil ações trabalhistas continuam suspensas.* Brasília, 26 de abril de 2026. Correio Braziliense, nº 23.045

MARCONI, Nelson; BRANCHER, Marco Capraro. Nota Técnica sobre os Impactos da Pejotização sobre a Arrecadação Tributária. Disponível em: https://eaesp.fgv.br/sites/default/files/legacy/impactos_da_pejotizacao_sobre_a_arrecadacao_de_tributos_-_final.pdf. Acessada em: 22/05/2026.



Tania Cristina Teixeira

Graduada em Ciências Econômicas e Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas), com especialização em Políticas Econômicas pela mesma instituição, mestrado em Ciência Política pelo Departamento de Ciência Política Universidade Federal de Minas Gerais (DCP/UFMG), mestrado Master-DEA e doutorado em Economia Aplicada pela Universidade de Valência, Espanha. Professora do Departamento de Economia da PUC Minas. Presidenta do Cofecon desde 2025.



Lucia dos Santos Garcia

Graduada em Ciências Econômicas e mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Supervisora do Sistema Pesquisa de Emprego e Desemprego do Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Socioeconômicos (Dieese). Atualmente é conselheira federal do Cofecon.


MERCADO
ESTADO

As estatais federais na encruzilhada:
um sentido estratégico

POR JACKSON DE TONI

A situação atual das empresas estatais federais, segundo a grande imprensa, é marcada por deterioração fiscal, evidenciada pelos déficits primários acumulados em 2026. Parte significativa desse resultado decorre da crise estrutural dos Correios, cujos prejuízos recorrentes, somados a passivos trabalhistas e judiciais, tornaram-se um dos principais fatores de desequilíbrio. Especialistas atribuem esse cenário a uma combinação de fatores conjunturais e estruturais, entre eles interferência política, ineficiências de gestão, custos elevados e impacto das taxas de juros. O governo, por sua vez, argumenta que tais déficits não representam necessariamente desembolsos do Tesouro Nacional, uma vez que muitas dessas empresas possuem autonomia financeira e ampliaram investimentos.

Contudo, discutir a situação das estatais apenas a partir de seus resultados financeiros é insuficiente. O debate exige uma definição prévia sobre qual papel essas organizações devem desempenhar no desenvolvimento brasileiro e de que forma podem contribuir para a soberania nacional sem abrir mão da eficiência operacional e da responsabilidade na gestão.

O papel das empresas estatais no debate econômico

A discussão sobre empresas estatais costuma ser organizada em torno de duas grandes perspectivas teóricas.

A primeira, associada à tradição liberal e ortodoxa, considera que a atuação direta do Estado na atividade econômica deve ser excepcional. Segundo essa visão, a principal justificativa para a existência de empresas estatais é a correção de falhas de mercado, como monopólios naturais, externalidades, assimetrias de informação ou provisão de bens públicos. Como tais falhas são entendidas como circunstanciais, a necessidade de manutenção das estatais deve ser constantemente reavaliada. Nessa perspectiva, instrumentos como regulação, tributação, subsídios ou contratação do setor privado devem ser priorizados sempre que forem capazes de atingir os mesmos objetivos. A exploração direta da atividade econômica pelo Estado seria legítima apenas em situações relacionadas à segurança nacional ou ao interesse coletivo relevante.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) reforça essa abordagem ao defender o princípio da neutralidade competitiva. Segundo esse princípio, empresas estatais devem competir em igualdade de condições com empresas privadas, sem privilégios ou desvantagens decorrentes de sua condição pública. Espera-se delas desempenho semelhante em eficiência, produtividade e rentabilidade.

A crítica liberal também enfatiza os problemas decorrentes da interferência política. Utilizando a teoria da agência, argumenta-se que gestores e dirigentes podem perseguir interesses distintos daqueles da sociedade. As estatais seriam especialmente vulneráveis a práticas de rent-seeking, captura política, utilização de cargos para fins partidários e outras formas de uso não econômico dos recursos públicos. Além disso, a expectativa de socorro estatal em situações de dificuldade reduziria incentivos à eficiência.

Foi justamente essa visão que sustentou grande parte das reformas liberalizantes e privatizações ocorridas após a crise da dívida dos

anos 1980 e durante o período do Consenso de Washington nos anos 1990.

A visão desenvolvimentista e neo-schumpeteriana

Em contraste, um conjunto de abordagens heterodoxas - desenvolvimentista, pós-keynesiana e neo-schumpeteriana - atribuem ao Estado um papel ativo na transformação econômica e produtiva.

Segundo essa tradição, países de industrialização tardia e periférica dificilmente conseguem superar atrasos estruturais sem atuação coordenada do Estado. Sabemos historicamente que, no caso brasileiro, a industrialização foi fortemente impulsionada pela ação estatal, que atuou simultaneamente como planejador, financiador e empresário. Seja garantindo a infraestrutura produtiva (energia, logística e comunicações), a proteção de mercados via politica cambial ou o crédito disponível com os bancos oficiais (com destaque para o BNDES), seria impossível pensar a industrialização nacional sem forte ativismo estatal.

As empresas estatais seriam especialmente importantes em setores que exigem investimentos elevados, prazos longos de maturação e riscos incompatíveis com a lógica predominante do capital privado. Infraestrutura, energia, siderurgia, petróleo e setores estratégicos de tecnologia são exemplos frequentemente citados. A criação da Companhia Siderúrgica Nacional e o papel da Petrobras na exploração do pré-sal ilustram esse tipo de intervenção. Em ambos os casos, o Estado assumiu riscos e realizou investimentos que dificilmente seriam feitos pelo setor privado em suas fases iniciais.

A perspectiva pós-keynesiana também atribui às estatais e aos bancos públicos uma função anticíclica. Enquanto o setor financeiro privado tende a ampliar crédito em momentos de crescimento e restringi-lo durante crises, instituições públicas podem atuar em sentido contrário, sustentando investimentos e demanda agregada.

Esse papel tornou-se particularmente evidente durante a crise financeira internacional de 2008, quando instituições como BNDES e Finep ampliaram o financiamento à atividade produtiva. Estudos indicam que o investimento das estatais



Discutir a situação das estatais apenas a partir de seus resultados financeiros é insuficiente. O debate exige uma definição prévia sobre qual papel essas organizações devem desempenhar no desenvolvimento brasileiro e de que forma podem contribuir para a soberania nacional sem abrir mão da eficiência operacional e da responsabilidade na gestão."

federais exerceu efeito estabilizador sobre a atividade econômica, contribuindo para reduzir a intensidade das oscilações do ciclo econômico.

Já a literatura neo-schumpeteriana destaca a importância do Estado na promoção da inovação. Como processos inovadores envolvem elevado grau de incerteza, longos períodos de maturação e riscos significativos, o setor privado tende a evitar investimentos em determinadas áreas tecnológicas.

Nesse contexto, o Estado atua como financiador de última instância, assumindo riscos iniciais e criando condições para o desenvolvimento de capacidades produtivas e tecnológicas nacionais. Políticas orientadas por missões estratégicas, como o Plano Inova Empresa, representam exemplos dessa lógica.

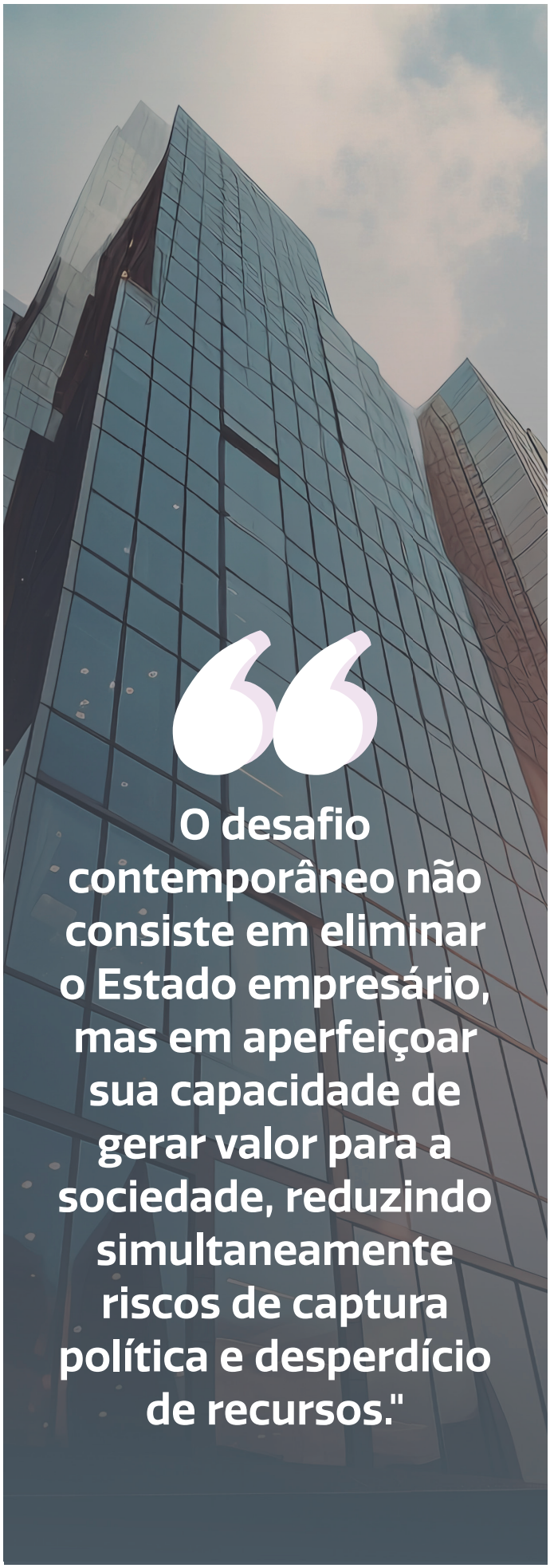
Essa abordagem entende que as estatais não devem apenas corrigir falhas de mercado, mas também criar mercados, induzir transformações produtivas e ampliar capacidades tecnológicas nacionais. Isto é, as estatais federais seriam peças estratégicas no desenho e implementação de um projeto de desenvolvimento nacional ancorado na soberania tecnológica e econômica.

Entretanto, reconhece-se a existência de uma tensão permanente entre objetivos econômicos e objetivos públicos. Empresas estatais precisam conciliar eficiência empresarial com atendimento a demandas sociais e estratégicas. Essa dualidade produz dilemas específicos e exige mecanismos de governança capazes de equilibrar essas diferentes finalidades.

A Lei das Estatais e o movimento de corporatização

Como resposta aos problemas de governança historicamente associados às empresas públicas, diversos países passaram a adotar processos de corporatização. A corporatização consiste em reorganizar as estatais segundo práticas típicas de empresas privadas, preservando a propriedade estatal, mas reforçando mecanismos de gestão profissional, transparência e responsabilização.

No Brasil, esse movimento ganhou força com a Lei nº 13.303/2016, conhecida como Lei das Estatais. A legislação buscou reduzir interfe-





rências políticas na administração das empresas, estabelecer critérios técnicos para ocupação de cargos de direção, ampliar mecanismos de transparência, fortalecer sistemas de gestão de riscos e exigir maior prestação de contas.

Outro aspecto importante foi a tentativa de tornar mais explícitos os custos associados às políticas públicas executadas pelas estatais. A intenção foi evitar que objetivos sociais fossem financiados de forma pouco transparente por meio dos balanços das próprias empresas.

As diretrizes adotadas dialogam com recomendações da OCDE e procuram separar, tanto quanto possível, as funções de regulação, formulação de políticas e gestão empresarial.

Apesar de suas limitações, esse processo representa uma tentativa de compatibilizar duas exigências frequentemente tratadas como incompatíveis: a eficiência empresarial e a promoção do interesse público.

O desafio contemporâneo não consiste em eliminar o Estado empresário, mas em aperfeiçoar sua capacidade de gerar valor para a sociedade, reduzindo simultaneamente riscos de captura política e desperdício de recursos.

O cenário global contemporâneo

O debate sobre as estatais também precisa ser compreendido à luz das transformações globais em curso. Mudanças climáticas, transição energética, digitalização da economia e avanços da inteligência artificial constituem megatendências que alteram profundamente o ambiente econômico e regulatório.

Nesse contexto, cresce a importância da agenda ESG, que integra preocupações ambientais, sociais e de governança às estratégias empresariais. As empresas estatais ocupam posição privilegiada para liderar processos de transição sustentável, sobretudo em setores estratégicos como energia, infraestrutura e tecnologia.

A chamada transição justa tornou-se elemento central desse debate, enfatizando a necessidade de compatibilizar descarbonização econômica com proteção de trabalhadores, comunidades e setores produtivos afetados.

Experiências internacionais demonstram que empresas controladas pelo Estado podem desempenhar papel relevante nesse processo,

investindo em energias renováveis, tecnologias limpas e infraestrutura resiliente. Ao mesmo tempo, a aceleração tecnológica impõe desafios crescentes. A digitalização, a análise de dados, a internet das coisas e a inteligência artificial já influenciam diretamente produtividade, eficiência operacional e qualidade dos serviços prestados à população.

Dessa forma, as estatais são chamadas a combinar sustentabilidade, inovação tecnológica e geração de valor público em um ambiente de crescente complexidade.

Conclusão: as estatais como instrumentos de um projeto nacional

O desenvolvimento nacional continua sendo um dos objetivos fundamentais do Estado brasileiro. Nesse contexto, as empresas estatais permanecem como instrumentos relevantes de política pública, inovação tecnológica e transformação estrutural.

A crescente financeirização da economia, as elevadas taxas de juros e a persistente aversão ao risco observada em parte significativa do setor privado limitam a realização de investimentos de longo prazo em áreas estratégicas. Nesses casos, a atuação estatal torna-se fundamental.

A abordagem neo-schumpeteriana sugere que o Estado não deve restringir-se à correção de falhas de mercado, mas assumir papel ativo na construção de capacidades produtivas, tecnológicas e institucionais. A lógica das missões estratégicas – presentes na Nova Indústria Brasil, a política industrial federal, oferece por exemplo, um caminho para orientar investimentos em áreas consideradas essenciais para o futuro do país.

Diante desse cenário, as empresas estatais não devem ser vistas apenas como instrumentos temporários de intervenção econômica. Elas podem atuar como alavancas do desenvolvimento soberano, financiando investimentos de longo prazo, assumindo riscos tecnológicos e fortalecendo a autonomia nacional em setores críticos.

A governança corporativa estabelecida pela Lei nº 13.303/2016 não deve anular essa função estratégica. Ao contrário, deve ser aperfeiçoada e ajustada para fornecer e viabilizar mecanismos de transparência, controle e eficiência capazes de garantir que as estatais cumpram sua missão pública e estratégica de forma sustentável, com a eficiência operacional possível e desejável.

O desafio central não é escolher entre mercado e Estado, mas construir instituições capazes de combinar eficiência econômica, inovação tecnológica, responsabilidade pública e desenvolvimento nacional. É nessa tensão permanente entre racionalidade empresarial e interesse coletivo que se define o futuro das empresas estatais brasileiras.



Jackson Silvano de Toni

Economista graduado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, mestre em Planejamento Urbano e Regional pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul e doutor em Ciência Política pela Universidade de Brasília. Professor da Escola Nacional de Administração Pública, IBMEC e Fundação Getúlio Vargas. Analista na Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial. Conselheiro do Corecon-DF.

Equidade de gênero, diversidade e sustentabilidade no centro do debate econômico

IV Seminário Nacional da Mulher Economista e Diversidade, realizado em Manaus, reuniu especialistas para discutir inclusão, políticas para as mulheres, empreendedorismo e participação nos espaços de decisão da economia e da profissão

POR COORDENAÇÃO DE COMUNICAÇÃO



> **Inclusão e sustentabilidade não constituem agendas paralelas ao desenvolvimento econômico, mas elementos estruturantes de uma nova visão sobre o assunto."**

Nos dias 18 e 19 de junho a cidade de Manaus recebeu o IV Seminário da Mulher Economista e Diversidade. Ao longo de dois dias de programação, economistas, pesquisadoras, acadêmicas, representantes de instituições, estudantes e demais interessados discutiram temas como a sub-representação feminina na economia, a invisibilidade do trabalho de cuidado, os limites dos indicadores tradicionais de desenvolvimento, os desafios da efetividade das políticas públicas e o papel da formação dos economistas diante das transformações contemporâneas, entre outros. O evento foi coroado com a apresentação da Carta de Manaus, que sistematiza diretrizes para uma agenda econômica mais inclusiva, diversa e sustentável.

A realização do seminário na capital amazonense também conferiu ao evento um simbolismo adicional. Numa região marcada por contrastes entre riqueza ambiental estratégica e desigualdades sociais persistentes, o debate sobre inclusão e desenvolvimento ganhou contornos concretos e territorializados.

Palestra magna

A secretária de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Débora Freire, acabou por sintetizar em sua palestra magna uma das mensagens centrais do evento: a de que inclusão e sustentabilidade não constituem agendas paralelas ao desenvolvimento econômico, mas elementos estruturantes de uma nova visão sobre o assunto. Ela defendeu a ampliação da presença feminina nos espaços de decisão e na profissão de economista (especialmente em áreas como macroeconomia, política monetária e finanças públicas) e apresentou a Taxonomia Sustentável Brasileira, uma ferramenta desenvolvida pelo governo federal para orientar investimentos e atividades produtivas, segundo critérios de sustentabilidade.

A novidade da iniciativa brasileira, ressaltou Débora, está no fato de que ela não se limita à dimensão ambiental: desde sua concepção, a taxonomia incorpora também critérios sociais, incluindo indicadores relacionados à equidade de gênero e raça, relações de trabalho, governança corporativa e interação com comunidades locais. “Hoje temos um avanço da agenda ESG, mas é difícil dizer o que é realmente sustentável, e a Taxonomia faz isso com base científica. Ela ajuda a evitar práticas conhecidas como greenwashing”, mencionou a economista.

A construção da Taxonomia Sustentável Brasileira envolveu 38 órgãos governamentais, mais de 240 técnicos, cinco consultorias especializadas, representantes da academia e organizações da sociedade civil, totalizando cerca de 350 participantes de 63 instituições. “Temos muito orgulho desse processo. Foi uma construção marcada pela diversidade, pela participação social e pelo compromisso com a qualidade técnica”, afirmou Freire.



Mesas de debates

O avanço de abordagens críticas, como a economia feminista, a economia do cuidado e as perspectivas de desenvolvimento sustentável, evidencia um processo de ampliação do campo analítico da ciência econômica. O seminário se insere precisamente nesse movimento de expansão. Crescimento econômico, isoladamente, não responde às assimetrias persistentes que atravessam o mercado de trabalho, a distribuição de renda e o acesso a oportunidades.

Um dos eixos das discussões foi a persistência das desigualdades de gênero no mercado de trabalho e na própria carreira de economista. Embora tenha havido avanços na participação feminina em cursos de economia e em instituições públicas, a presença nos espaços de maior poder decisório ainda é desigual.

Na mesa sobre empreendedorismo, carreira e liderança feminina, Michela Souza, Karine Atala e Pricila Almeida compartilharam suas trajetórias profissionais. Em comum, destacaram a importância da resiliência e do propósito para ocupar espaços e abrir caminhos para novas gerações.

A presidenta do Cofecon participou da mesa de debates que discutiu políticas públicas para as mulheres, e trouxe números sobre a participação feminina no mercado de trabalho e a remuneração feminina – em média, 78% da masculina, com diferenças maiores em funções técnicas e operacionais e menor presença em cargos de liderança. “Essas desigualdades persistem mesmo quando há maior escolaridade feminina, o que evidencia que a educação, por si só, não tem sido suficiente para romper as barreiras estruturais”, mencionou. Ela citou a Lei de Igualdade Salarial (Lei 14.611/2023), mas questionou que o ponto central não é apenas a existência de normas, mas na sua capacidade de produzir mudanças reais: “O que nós podemos fazer para garantir que essas leis tenham efetividade?”, indagou. A mesa também contou com a participação da da conselheira federal Lucia dos Santos Garcia e da economista Joana Mostafa.

As desigualdades que atravessam o empreendedorismo, a formação acadêmica e a busca pelos espaços de liderança estiveram presentes nas análises de Patrícia Taylor Bittencourt, Cleuciliz Santana e Diana Dias Sampaio, que apresentaram diferentes dimensões da inclusão feminina na economia contemporânea. As palestrantes abordaram desafios que vão desde o acesso desigual ao crédito e às oportunidades de liderança até a revisão dos modelos de formação acadêmica e das condições que sustentam a permanência feminina nas carreiras profissionais e científicas.

As relações entre gênero, raça e meio ambiente foram o eixo central das reflexões apresentadas por Kellen Carvalho de Sousa Brito e Janine Alves, que trouxeram a economia feminista

como lente analítica para compreender as desigualdades estruturais aprofundadas pela crise climática. Com abordagens diferentes, ambas chamaram a atenção para o impacto desproporcional das mudanças climáticas sobre mulheres, especialmente mulheres negras, apontando que a crise climática aprofunda desigualdades já existentes.

Por fim, na última mesa de debates, Janaína Silva Alves, Ilva Ruas Abreu e Girlian Silva de Sousa evidenciaram que os desafios da diversidade nas ciências econômicas não se limitam ao acesso das mulheres ao ensino superior. As palestrantes destacaram a existência de barreiras que atravessam toda a trajetória acadêmica e profissional, afetando de forma ainda mais intensa mulheres negras, indígenas e oriundas da escola pública. Nesse contexto, defenderam a construção de instituições mais inclusivas, capazes de oferecer condições efetivas para que diferentes trajetórias possam se desenvolver plenamente e contribuir para a renovação do pensamento econômico.

Ao final do encontro, foi apresentada a Carta de Manaus, documento que reúne as principais conclusões e diretrizes debatidas ao longo do seminário. O texto sintetiza a defesa de uma economia mais inclusiva, que incorpore de forma estruturante as dimensões de gênero, raça, território e sustentabilidade. A Carta foi apresentada como expressão de uma agenda em construção, que busca orientar ações institucionais e fortalecer o debate público sobre desenvolvimento.

O IV Seminário Nacional da Mulher Economista e Diversidade não se encerra em si mesmo. Ele se insere em um processo mais amplo de transformação do pensamento econômico brasileiro. Nesse movimento, a economia deixa de ser apenas um campo técnico e reafirma sua dimensão política e social. E é justamente nesse cruzamento entre técnica, política e vida social que se abre o espaço para uma nova forma de pensar o futuro.

Carta de Manaus

Nós, economistas, pesquisadoras, docentes, estudantes, gestoras públicas, empreendedoras e representantes da sociedade civil reunidas em Manaus para o IV Seminário Nacional de Mulheres Economistas e Diversidade, reafirmamos nosso compromisso com a construção de uma sociedade mais justa, inclusiva, sustentável e democrática.

Reconhecemos que a desigualdade de gênero, raça, etnia e território persistem como barreiras estruturais ao desenvolvimento econômico e social brasileiro. Tais assimetrias se manifestam no acesso desigual a oportunidades, na divisão desproporcional das responsabilidades de cuidado, na sub-representação feminina nos espaços de liderança e nas restrições sistêmicas enfrentadas por grupos historicamente marginalizados.

Reconhecemos, ademais, que a promoção da diversidade e da inclusão não constitui apenas um imperativo ético, mas uma condição estrutural para o crescimento econômico sustentável, a inovação produtiva e o fortalecimento das instituições democráticas. Evidências empíricas consolidades demonstram que sociedades mais igualitárias são também mais eficientes e resilientes.

As reflexões realizadas ao longo deste Seminário reafirmam que não haverá desenvolvimento sustentável e inclusivo sem a participação efetiva das mulheres nos espaços de decisão econômica, política, acadêmica e empresarial. A exclusão das mulheres representa não apenas injustiça social, mas ineficiência econômica mensurável.

I. Compromissos Fundamentais

Diante deste contexto, reafirmamos nosso compromisso institucional com:

I. A promoção da igualdade de oportunidades entre gêneros em todos os espaços da vida pública e privada, reconhecendo que a equidade de gênero é condição para o pleno exercício da cidadania econômica;

II. O combate intransigente a todas as formas de discriminação, violência, preconceito e exclusão fundadas em gênero, raça, etnia, orientação sexual, deficiência, território ou condição socioeconômica;

III. A valorização das mulheres economistas e de suas contribuições técnicas, acadêmicas e institucionais para o desenvolvimento econômico, social e ambiental do país, historicamente inviabilizadas;

IV .O fortalecimento da participação feminina em cargos de liderança, gestão estratégica e representação institucional nos setores público, privado e acadêmico;

V. A defesa intransigente da democracia, da justiça social e dos direitos humanos como fundamentos indissociáveis do desenvolvimento econômico sustentável;

VI. A formulação e implementação de políticas públicas estruturantes, capazes de reduzir desigualdades e ampliar oportunidades para mulheres e grupos historicamente sub-representados.

II. Convicções analíticas

Com base nas evidências apresentadas e nos debates realizados, estamos convictos de que:

1. o trabalho de cuidado, ainda majoritariamente realizado por mulheres, constitui um dos principais determinantes estruturais da desigualdade de gênero no mercado de trabalho, exigindo ampliação urgente de políticas públicas voltadas à corresponsabilidade familiar, social e estatal;

2. A igualdade salarial e a equidade nas trajetórias de carreira são condições indispensáveis para a autonomia econômica das mulheres e para a eficiência alocativa da economia brasileira;

3. A educação permanece como o instrumento mais potente de transformação social, inclusão produtiva e mobilidade econômica intergeracional, devendo ser tratada como prioridade de Estado;

4. A incorporação das perspectivas de gênero e raça na formulação das políticas econômicas e fiscais contribui para decisões mais eficientes, inclusivas e alinhadas às necessidades reais da população;

5. A economia feminista oferece contribuições analíticas relevantes para a compreensão das desigualdades estruturais e para a formulação de novas paradigmas de desenvolvimento que transcendam as métricas tradicionais de crescimento do PIB;

6. O empreendedorismo feminino e a economia solidária constituem vetor estratégico de geração de renda, inovação social e desenvolvimento regional, especialmente em territórios periféricos e vulneráveis;

7. A Amazônia desempenha um papel geoestratégico central para o futuro do planeta, exigindo modelos de desenvolvimento que articulem preservação ambiental, inclusão social, geração de renda e valorização dos saberes locais, colocando a vida no centro da economia;

8. O avanço acelerado das novas tecnologias e da inteligência artificial exige investimentos estruturais em educação, qualificação profissional continuada e inclusão digital, com atenção especial às mulheres e grupos vulneráveis, sob pena de aprofundamento das desigualdades existentes;

9. A violência digital, o assédio virtual, a disseminação de informações falsas, os ataques à reputação e as tentativas de silenciamento constituem graves violações de direitos e produzem impactos reais na vida pessoal e profissional das mulheres;

10. A transição ecológica somente será legítima e efetiva se estiver articulada à redução das desigualdades sociais, territoriais, raciais e de gênero, evitando que os seus custos recaiam desproporcionalmente sobre os grupos mais vulneráveis.

III. Recomendações de política pública e institucional

À luz das convicções consolidadas, apresentamos as seguintes recomendações às instituições públicas, ao setor privado e à sociedade civil:

1. Ampliar e consolidar políticas públicas de cuidado, incluindo a expansão de redes de creches, escolas em tempo integral, centros de apoio às famílias e serviços de cuidado a crianças, idosos e pessoas com deficiência, reconhecendo o cuidado como infraestrutura social e essencial ao desenvolvimento;

2. Fortalecer a implementação, o monitoramento e a fiscalização da legislação de igualdade salarial entre homens e mulheres, com mecanismo efetivo de responsabilização e transparência para empregados públicos e privados;

3. Incentivar a produção, divulgação e uso sistemático de estatísticas desagregadas por gênero, raça e território como subsídio indispensável à formulação e avaliação de políticas públicas mais eficazes e equitativas;

4. Promover a participação qualificada de mulheres em cargos de liderança e decisão nos setores público, privado e acadêmico, por meio de metas, programas de mentoria e revisão de critérios de seleção que perpetuam vieses estruturais;

5. Estimular programas de formação de meninas e mulheres nas áreas de economia, ciência, tecnologia, engenharia, matemática e inovação, combatendo desde a base as segregações ocupacionais de gênero;

6. Incorporar de forma sistemática as perspectivas de gênero e raça na elaboração, execução, monitoramento e avaliação das políticas econômicas e fiscais, superando a falsa neutralidade das análises macroeconômicas tradicionais;

7. Apoiar e ampliar iniciativas de empreendedorismo feminino, especialmente em regiões periféricas, rurais, amazônicas e de maior vulnerabilidade social, assegurando acesso a crédito, assistência técnica e mercados;

8. Fortalecer o orçamento público e políticas de inclusão produtiva especificamente voltadas para mulheres negras, indígenas, ribeirinhas, quilombolas e demais grupos historicamente excluídos, reconhecendo as especificidades das interseccionalidades de gênero, raça e território;

9. Incentivar o desenvolvimento sustentável da bioeconomia amazônica como estratégia integrada de geração de emprego e renda, preservação ambiental e valorização do conhecimento tradicional, priorizando o protagonismo das comunidades locais;

10. Apoiar a plena implementação da Taxonomia Sustentável Brasileira e de mecanismos robustos de finanças sustentáveis que orientem investimentos públicos e privados seguindo critérios ambientais, sociais e de governança (ASG);

11. Estimular a revisão curricular dos cursos de Economia e áreas afins para incorporar de forma orgânica debates sobre gênero, raça, sustentabilidade, diversidade, novas tecnologias e o pluralismo do pensamento econômico;

12. Fortalecer a rede de mulheres economistas e diversidade como espaço permanente de diálogo, formação continuada, produção de conhecimento e articulação institucional em nível nacional, combatendo a violência em ambientes virtuais e presenciais.

Por fim, reafirmamos nossa determinação coletiva de continuar construindo uma economia mais humana, mais inclusiva e sustentável, comprometida com a redução efetiva das desigualdades, com a valorização da diversidade em todas as suas dimensões e com a promoção de um desenvolvimento que alcance todas as pessoas, em especial as que foram sistematicamente excluídas da sua cidadania.

Que a Carta de Manaus se torne um marco histórico do compromisso das mulheres economistas brasileiras com a transformação social, a justiça econômica e a construção de um futuro verdadeiramente equitativo para o Brasil e para a Amazônia.

Manaus – Amazonas, 19 de junho de 2026.
IV Seminário Nacional de Mulheres Economistas e Diversidade

Conselho Federal de Economia (Cofecon)

Conselho Regional de Economia da 13ª Região (Corecon-AM/RR)

Comissão Mulher Economista e Diversidade



Manifesto em defesa do respeito, da dignidade das mulheres e da convivência democrática nos espaços institucionais

Texto, assinado por cerca de 500 economistas e demais cidadãos e aberto a novas adesões, foi divulgado pelo Cofecon após ofensas contra a presidenta da instituição e a assessora de comunicação no dia 3 de junho

Nós, economistas, professores, estudantes, pesquisadores, profissionais de áreas afins, entidades representativas e cidadãos comprometidos com os valores democráticos, manifestamos nosso repúdio às ofensas de caráter misógino dirigidas à presidenta do Conselho Federal de Economia, Tania Cristina Teixeira, e à coordenadora de comunicação do Cofecon, Renata Reis, durante atividade institucional do Sistema Cofecon/Corecons realizada em ambiente virtual.

O ocorrido nos convoca a refletir sobre um problema que, longe de ser um caso isolado, atravessa a sociedade contemporânea: a persistência da violência simbólica, do assédio e das tentativas de intimidação dirigidas às mulheres que ocupam espaços de liderança, representação e tomada de decisão.

Uma democracia não se sustenta apenas por meio eleições periódicas ou pela existência de instituições. Ela se sustenta pelo respeito mútuo, pela convivência entre diferentes, pela liberdade de expressão, pela participação cidadã e pela garantia de que todas as pessoas possam exercer plenamente suas funções e ocupar espaços de liderança e representação sem sofrer ataques pessoais, discriminação, intimidação ou violência.

A presença crescente das mulheres nos espaços acadêmicos, profissionais, científicos, políticos e institucionais representa uma das



mais importantes conquistas sociais das últimas décadas. Essa participação amplia perspectivas, enriquece o debate público, fortalece a produção de conhecimento e contribui para decisões mais representativas e socialmente responsáveis. No entanto, ainda hoje, muitas mulheres enfrentam barreiras para exercer suas atividades em condições de igualdade. Quando uma mulher é atacada por sua condição de gênero, o que está em jogo não é apenas a sua dignidade individual, mas o direito coletivo de participação plena e igualitária na vida pública.

No âmbito da profissão de economista, essa discussão assume especial relevância. A Economia é uma ciência dedicada à compreensão dos problemas que afetam a vida das pessoas e à construção de alternativas para o desenvolvimento econômico e social. Não há desenvolvimento verdadeiro onde há discriminação.

Ao longo dos últimos anos, o Sistema Cofecon/Corecons tem desenvolvido iniciativas voltadas à ampliação da participação feminina na profissão e ao fortalecimento da diversidade. Esses avanços não podem ser tratados como concessões. Representam conquistas coletivas construídas por gerações de mulheres que enfrentaram obstáculos e preconceitos para afirmar sua presença nos espaços de formação, pesquisa, gestão e liderança.

Nenhuma divergência de ideias, posição política, visão econômica ou opinião institucional pode justificar ofensas de natureza sexista ou qualquer forma de discriminação. Defendemos que os ambientes acadêmicos, profissionais e institucionais sejam espaços de diálogo qualificado e debate respeitoso, com construção coletiva do conhecimento. O contraditório é parte essencial da democracia; a violência, não.

Reafirmamos nossa solidariedade a todas as mulheres que diariamente enfrentam situações semelhantes em universidades, empresas, órgãos públicos, movimentos sociais e demais espaços da vida pública. Conclamamos economistas, estudantes, professores, pesquisadores, profissionais de áreas afins, entidades representativas e cidadãos comprometidos com esses valores a se unirem a esta manifestação em defesa do respeito, da participação feminina, da convivência democrática e da rejeição a toda forma de misoginia, discriminação e violência.

Assine também em:
https://c.org/qzntDnG9fx





Desafios para o Brasil:

Estabilidade da moeda não pode ser obstáculo ao desenvolvimento, mas fator que promova crescimento mais sólido

POR IVONE MARIA DA SILVA

A política monetária ocupa lugar central no debate econômico contemporâneo. Em um ambiente marcado por financeirização, mobilidade de capitais, transformações tecnológicas aceleradas e instabilidade geopolítica, as decisões dos bancos centrais deixaram de produzir efeitos apenas sobre inflação e crédito. Elas influenciam também o mercado de capitais, a taxa de câmbio, o custo da dívida pública, o apetite dos investidores e as decisões de consumo e investimento das famílias e empresas.

No Brasil, esse debate ganha especial relevância em 2026. A economia chegou ao ano com sinais positivos em alguns indicadores, como crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2025, mercado de trabalho aquecido e melhora de indicadores sociais. Ao mesmo tempo, permanece submetida a uma política monetária ainda restritiva, necessária para conter pressões inflacionárias e preservar a credibilidade do regime de metas. A taxa Selic, embora em trajetória de redução, ainda se mantém em patamar elevado quando comparada aos padrões internacionais, o que produz efeitos simultâneos sobre inflação, crédito, câmbio, investimento e dívida pública.

Em março de 2026, o Comitê de Política Monetária reduziu a taxa Selic para 14,75% ao ano. A decisão sinalizou o início de uma flexibilização cautelosa, depois de um período prolongado de juros elevados. A prudência se explica por um conjunto de fatores: inflação ainda resistente, expectativas que precisam convergir para

a meta, incertezas fiscais internas e riscos externos associados à geopolítica, aos preços de *commodities* e às decisões de política monetária nas principais economias.

Essa combinação torna o trabalho da autoridade monetária mais complexo. Reduzir os juros de forma prematura pode reaquecer a demanda, pressionar preços e comprometer a ancoragem das expectativas. Por outro lado, manter juros elevados por tempo excessivo pode encarecer o crédito, desestimular investimentos produtivos, reduzir a capacidade de expansão das empresas e ampliar o custo financeiro da dívida pública. O desafio, portanto, não está apenas em definir o nível da taxa básica de juros, mas em calibrar o ritmo da política monetária de forma compatível com a estabilidade de preços e com a sustentabilidade do crescimento econômico.

Crescimento moderado

O desempenho recente da economia brasileira revela essa tensão. Em 2025, o PIB cresceu 2,3% e alcançou R$ 12,7 trilhões, de acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), com destaque para a agropecuária, que avançou 11,7%. O resultado confirmou mais um ano de expansão, embora as projeções para 2026 apontem crescimento mais moderado. Esse cenário sugere que a economia continua em movimento, mas com menor fôlego diante dos efeitos defasados da política monetária restritiva, do endividamento das famílias e do ambiente fiscal ainda pressionado.

A relação entre juros, crédito e atividade econômica é direta. Juros elevados aumentam o custo dos financiamentos, reduzem a atratividade de novos projetos empresariais e tornam mais seletiva a concessão de crédito. Para as famílias, o efeito aparece no encarecimento do consumo parcelado, do crédito pessoal, do financiamento imobiliário e das dívidas renegociadas. Para as empresas, a consequência se manifesta na postergação de investimentos, na elevação do custo de capital de giro e na redução de margens, especialmente nos setores mais dependentes de financiamento.

Ao mesmo tempo, a política monetária restritiva pode contribuir para conter a inflação ao reduzir o ritmo de expansão da demanda. Quando o crédito fica mais caro, o consumo tende a desacelerar; quando o investimento perde força, a pressão sobre determinados preços diminui; e quando os agentes econômicos percebem compromisso firme da autoridade monetária com a estabilidade, as expectativas tendem a se ajustar. Esse mecanismo é essencial para a credibilidade do regime de metas de inflação.

O problema é que a política monetária não atua isoladamente. Sua eficácia depende também da política fiscal. Se o setor público amplia despesas de forma persistente, sem sinalização clara de equilíbrio das contas, a autoridade monetária pode ser obrigada a manter juros mais altos por mais tempo. Isso ocorre porque a percepção de risco fiscal afeta as expectativas de inflação, o prêmio de risco dos títulos públicos, a taxa de câmbio e a confiança dos investidores.

Nesse ponto, o Brasil enfrenta um dilema relevante. De um lado, há programas de transferência de renda, habitação, saúde, energia e segurança alimentar com impacto social expressivo, especialmente para a população de menor renda. De outro, há aumento de despesas obrigatórias, renúncias fiscais e pressões orçamentárias que exigem atenção quanto à sustentabilidade das contas públicas. A ampliação da isenção do Imposto de Renda para rendimentos de até R$ 5 mil mensais, em vigor a partir de 2026, eleva a renda disponível de parcela relevante da população, mas também reduz a arrecadação e exige medidas compensatórias para evitar deterioração fiscal.

Equilíbrio macroeconômico

Políticas de renda podem sustentar o consumo e reduzir desigualdades, mas também exigem coordenação com a política fiscal e monetária. A questão central não é negar sua importância social, mas avaliar sua consistência com o equilíbrio macroeconômico de médio e longo prazo.

O Século XXI ampliou essa complexidade porque o mercado financeiro se tornou mais integrado, veloz e sensível a sinais de política econômica. Hoje, decisões de juros tomadas no Brasil são interpretadas simultaneamente por investi-

A relação entre juros, crédito e atividade econômica é direta. Juros elevados aumentam o custo dos financiamentos, reduzem a atratividade de novos projetos empresariais e tornam mais seletiva a concessão de crédito."

dores locais e estrangeiros, fundos globais, bancos, empresas, agências de risco e plataformas digitais de negociação. Pequenas mudanças de percepção podem alterar fluxos de capitais, preços de ativos, custo de financiamento e taxa de câmbio em curto espaço de tempo.

A taxa de câmbio é um dos canais mais importantes dessa transmissão. Com a Selic elevada, o Brasil tende a atrair capital estrangeiro em busca de rendimento superior ao disponível em economias desenvolvidas. Esse diferencial de juros favorece operações conhecidas como *carry trade*, nas quais investidores tomam recursos em moedas de juros mais baixos e aplicam em ativos de países com juros mais altos, buscando lucrar com a diferença de remuneração. Esse movimento pode valorizar o real, reduzir o custo de importações e aliviar pressões inflacionárias sobre bens comercializáveis.

Entretanto, esse mesmo mecanismo traz riscos. O capital atraído pelo diferencial de juros pode ser volátil. Diante de mudança no cenário externo, aumento da aversão ao risco, piora fiscal interna ou elevação dos juros em economias centrais, esses fluxos podem se inverter rapidamente. A consequência pode ser desvalorização cambial, pressão inflacionária e necessidade de resposta mais dura da política monetária. Portanto, a valorização cambial derivada de juros altos não deve ser confundida com fortalecimento estrutural da economia.

O mercado financeiro brasileiro reflete essa dinâmica. Bolsa de Valores, fundos de renda fixa, títulos públicos e crédito privado reagem de forma distinta às expectativas sobre inflação, Selic, câmbio e crescimento. Para o investidor, compreender esse ambiente é indispensável para definir estratégias mais conservadoras ou mais arrojadas.

Quando se espera queda gradual dos juros, títulos prefixados e ativos de maior *duration* podem se valorizar. Quando há incerteza inflacionária ou fiscal, ativos pós-fixados e indexados à inflação ganham atratividade. Assim, a política monetária influencia não apenas o custo do dinheiro, mas a formação de preços em praticamente todos os mercados financeiros.

No plano internacional, os desafios são igualmente relevantes. A pandemia de covid-19, a crise financeira de 2007-2008 e os choques recentes de energia, alimentos e *commodities* mostraram que problemas originados em uma região ou setor podem atingir rapidamente bancos, empresas, governos e famílias em vários países. Desde então, liquidez, regulação financeira, risco sistêmico e atuação dos bancos centrais passaram a ocupar espaço ainda maior na formulação das políticas econômicas.

Transformações tecnológicas

As transformações tecnológicas adicionam nova camada a esse debate. A digitalização dos pagamentos, o crescimento das *fintechs*, os criptoativos, a tokenização e os algoritmos de negociação desafiam modelos tradicionais de intermediação financeira. A política monetária continua ancorada na taxa básica de juros, mas seus canais de transmissão estão mudando.

Nesse contexto, o papel do economista torna-se ainda mais relevante. Interpretar a política monetária exige compreender inflação, atividade econômica, contas públicas, câmbio, mercado financeiro, expectativas, comportamento dos agentes e riscos internacionais. Não basta observar a Selic isoladamente. É necessário avaliar o conjunto de sinais que orienta consumidores, empresários, investidores e formuladores de políticas públicas.

Para o Brasil, a agenda econômica dos próximos anos exigirá equilíbrio. A redução sustentável dos juros dependerá de inflação convergente à meta, credibilidade fiscal, previsibilidade institucional e melhoria da produtividade. Sem esses elementos, a política monetária tende a permanecer sobrecarregada, assumindo sozinha a tarefa de conter desequilíbrios que deveriam ser enfrentados também por reformas estruturais, gestão eficiente do gasto público, segurança jurídica e ambiente favorável ao investimento produtivo.

Confiança na economia

A política monetária do Século XXI, portanto, não pode ser vista apenas como instrumento técnico de controle da inflação. Ela é também um eixo de organização das expectativas, um fator de orientação dos fluxos financeiros e um elemento decisivo para a confiança na economia. Seus efeitos atravessam o orçamento público, o mercado de crédito, a taxa de câmbio, a Bolsa de Valores, os investimentos empresariais e a vida cotidiana das famílias.





O Brasil tem oportunidades importantes: mercado consumidor relevante, agropecuária competitiva, matriz energética relativamente limpa e sistema financeiro sofisticado. Mas também enfrenta limitações conhecidas, como baixa produtividade, complexidade tributária, rigidez orçamentária e custo elevado do capital.

Em síntese, o debate sobre política monetária e mercado financeiro no Século XXI exige abandonar leituras simplistas. Juros altos podem ser necessários para conter a inflação, mas têm custos econômicos e sociais. Juros baixos podem estimular o crescimento, mas, sem equilíbrio fiscal e expectativas ancoradas, podem reacender pressões inflacionárias. O mercado financeiro pode financiar investimentos e organizar poupança, mas também amplifica riscos quando se move apenas pela lógica de curto prazo.

A tarefa brasileira é construir um ambiente em que a estabilidade monetária não seja obstáculo ao desenvolvimento, mas condição para um crescimento mais sólido, inclusivo e sustentável. Para isso, política monetária, política fiscal e mercado financeiro precisam operar com coerência, transparência e responsabilidade. É nesse ponto que a ciência econômica, e especialmente o trabalho técnico do economista, torna-se indispensável para qualificar o debate público e orientar as transformações que o País precisa realizar.



Ivone Maria da Silva

Economista com mais de 23 anos de experiência nas áreas de consultoria empresarial, auditoria, planejamento tributário, elaboração de projetos de investimentos e incentivos fiscais. Diretora da IMASE Assessoria e Soluções Empresariais desde 2007. Conselheira do Corecon-GO.

Um Novo Futuro: Planejamento, Desenvolvimento e Sustentabilidade

João Carlos de Souza Marques, Frednan Bezerra dos Santos, Jadson Pessoa da Silva



A produção acadêmica apresentada no XXV Congresso Brasileiro de Economia (CBE), realizado em São Luís (MA), ganhou forma de livro e está disponível ao público. A partir dos trabalhos científicos submetidos e selecionados para apresentação durante o evento, uma coleção com três obras foi publicada pela Editora da Universidade Federal do Maranhão (EDUFMA), consolidando um importante legado do encontro.

Os livros levam o título do evento (Um Novo Futuro: Planejamento, Desenvolvimento e Sustentabilidade) e cada um deles tem uma coleção de artigos científicos dedicados a um grupo de temas. O Livro 1 tem como subtítulo "Desenvolvimento Socioeconômico e Sustentabilidade", o Livro 2 trata de "Estado, Políticas Públicas e Assuntos Fiscais" e o livro 3 contém textos sobre "Estrutura Conjunta Econômica, Cenários e Mercados". Eles têm apresentação de Talita Carvalho, Carin Deda e Carlos Pinkusfeld Bastos, respectivamente.

Os três livros foram organizados pelos economistas João Carlos de Souza Marques, Frednan Bezerra dos Santos e Jadson Pessoa da Silva – todos eles participantes de diferentes comitês do XXV Congresso Brasileiro de Economia. As publicações estão disponíveis para download no site da EDUFMA, permitindo que o conteúdo debatido em São Luís chegue a um público mais amplo.

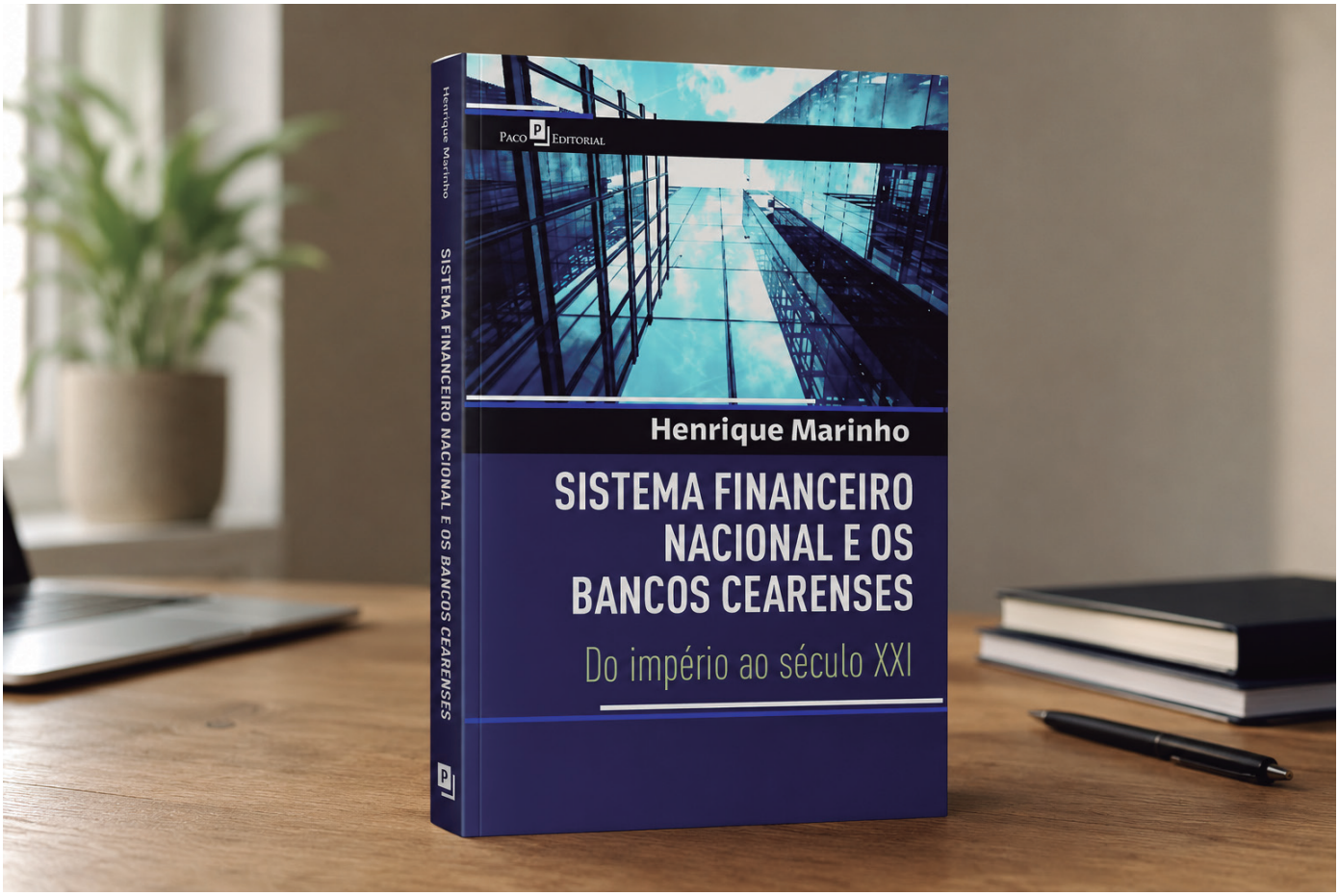
Confira os livros nos códigos QR abaixo:

Organização: João Carlos de Souza Marques, Frednan Bezerra dos Santos, Jadson Pessoa da Silva
Editora: EDUFMA

Livro 1: Desenvolvimento Socioeconômico e Sustentabilidade
ISBN (livro digital): 978-65-5363-551-7
Páginas: 440

Livro 2: Estado, Políticas Públicas e Assuntos Fiscais
ISBN (livro digital): 978-65-5363-550-0
Páginas: 408

Livro 3: Estrutura Conjunta Econômica, Cenários e Mercados
ISBN (livro digital): 978-65-5363-552-4
Páginas: 459



Sistema Financeiro Nacional e os Bancos Cearenses

Henrique Jorge Medeiros Marinho

O livro aborda os estudos econômicos (e, especificamente, brasileiros) que normalmente concentram-se na aplicação dos modelos econômicos voltados para eficácia das políticas monetária, fiscal e cambial para promover o crescimento econômico com estabilidade. Esses estudos são importantes, mas o que se observa é que o papel das instituições bancárias tem sido relegado na história econômica do país.

A obra, escrita pelo economista Henrique Marinho, contextualiza a evolução bancária brasileira, desde quando não havia praticamente normas sobre sua constituição, ainda no período imperial, até a atualidade, descrevendo a criação dos primeiros bancos públicos e privados no país. Da mesma forma, parte do livro é dedicada aos bancos que foram sediados no estado do Ceará, desde sua origem (quer como casas bancárias, quer como cooperativas de crédito ou mesmo bancos comerciais), suas crises e situação atual.

Autor: Henrique Jorge Medeiros Marinho
Editora: Paco Editorial
Páginas: 412
ISBN-13: 978-8546230075

Confira a 2ª edição revisada e ampliada do Guia de Orientação Profissional do Economista!

Descubra:

- Qual área seguir
- Critérios básicos
- Requisitos
- E muito mais!



Leia agora!

Aponte a câmera do seu celular para o código QR!

COFECON
CONSELHO FEDERAL DE ECONOMIA

PROTAGONISMO, DIVERSIDADE
& DESENVOLVIMENTO
SUSTENTÁVEL

O economista no centro da agenda nacional de desenvolvimento

@cofecon

Conselho Federal de Economia - Cofecon
Setor Comercial Sul, Quadra 02, Bloco B, 12º andar, CEP 70318-900 - Brasília/DF
Tel: (61) 3208-1800/E-mail: cofecon@cofecon.org.br