

Regime macrofinanceiro e a trajetória de descarbonização no Brasil

Juliana Lima de Deus ¹

Marco Crocco ²

Fernanda Faria Silva³

Resumo

A criação e a alocação da moeda são aspectos essenciais no debate sobre a transição verde nos países. Este trabalho, fundamentado na literatura sobre regimes macrofinanceiros verdes, identificou o regime macrofinanceiro verde brasileiro por meio da análise das políticas fiscal e monetária, bem como das medidas financeiras para a descarbonização de sua economia. Também buscou-se verificar semelhanças com os regimes já descritos na literatura. Como resultado, constatou-se que as políticas fiscal e monetária restritivas, além das finanças verdes públicas baseadas no mercado financeiro adotadas pelo Brasil, mostram um alinhamento parcial com as características de um Estado *Derisking*.

Palavras-chave: transição verde; regimes macrofinanceiros verdes; Consenso de Wall Street; Brasil

Abstract

The creation and allocation of money are essential aspects of the debate on the green transition in countries. This paper, based on the literature on green macrofinancial regimes, identified the Brazilian green macro-financial regime through the analysis of fiscal and monetary policies and financial measures for the decarbonization of its economy. It also sought to verify similarities with the regimes already described in the literature. As a result, it was found that the restrictive fiscal and monetary policies and the market-based public green finance adopted by Brazil show partial alignment with the characteristics of a *Derisking State*.

Keywords: green transition; green macrofinancial regimes; Wall Street Consensus; Brazil

JEL: E12, E52, E62, G20

Área temática: 1- Economia

O presente trabalho foi realizado com o apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) [Projeto 29811]

¹ Doutoranda em Economia na Universidade Federal de Minas Gerais. ² Professor Titular na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. ³ Professora Associada no Departamento de Economia da Universidade Federal de Ouro Preto e do Programa de Pós Graduação em Economia Aplicada da Universidade Federal de Ouro Preto. ¹²³ Pesquisador(a) do Laboratório de Estudos sobre Moeda, Território e Sustentabilidade (LEMTeS) da Universidade Federal de Minas Gerais.

1. Introdução

Os países ao redor do mundo têm, de forma crescente, reconhecido a importância de descarbonizar seus processos produtivos e seus produtos, dado os impactos negativos das mudanças climáticas nas esferas econômica, social e ambiental. Além de um volume substancial de recursos financeiros requerido para a transição verde, é primordial que seja colocado no centro do debate o regime macrofinanceiro adotado pelos países para alcançar os objetivos climáticos.

Como abordado por Gabor e Braun (2023), o regime macrofinanceiro engloba a combinação das políticas monetária e fiscal e o funcionamento das instituições financeiras, que configuram a criação e a alocação de moeda e, no contexto atual, o ritmo e a natureza da transição verde. Ressalta-se que diferentes regimes macrofinanceiros resultam em diferentes trajetórias de descarbonização.

De acordo com a abordagem macrofinanceira crítica, no capitalismo contemporâneo, o Estado tem replicado um modelo de sistema financeiro baseado no mercado, dominado pelos *pools* de capital institucional, em substituição ao tradicional crédito bancário. Neste sentido, o sistema financeiro precisa, de forma recorrente, da criação de uma nova classe de ativos que possam ser transacionados no mercado financeiro (Hardie and Howarth, 2013).

Nas economias do Norte Global, o regime onde o Estado é mitigador de riscos (*derisking*) vem sendo considerado o regime hegemônico para a descarbonização das economias (Dutta et al. (2020), Gabor (2020), Gabor e Braun (2023), e Kedward et al. (2022)). Este regime está focado na criação de novas classes de ativos, especialmente relacionados à natureza e a infraestrutura, e, mais do que isto, o Estado desempenha o papel de alterar o perfil de risco-retorno dos ativos, para que estes sejam atrativos para os investidores institucionais.

Sendo assim, o presente trabalho endereça as seguintes questões: **Qual o regime macrofinanceiro verde tem sido adotado no Brasil para promover a transição sustentável de sua economia? Esse regime é similar aos regimes macrofinanceiros verdes identificados no Norte Global?** Para responder a essas perguntas, baseado especialmente no trabalho de Gabor e Braun (2023), o presente trabalho conduz uma discussão sobre os aspectos das políticas fiscal e monetária e a natureza das políticas e iniciativas climáticas que o Brasil tem adotado nos últimos anos. Justifica-se a importância deste trabalho na medida em que esta análise permite o entendimento dos aspectos singulares do regime financeiro verde adotado em um país emergente e do Sul Global para a descarbonização de sua economia. Ressalta-se ainda que este é o primeiro trabalho na literatura que se propõe a analisar o regime macrofinanceiro brasileiro.

Neste sentido, além desta introdução, o artigo está organizado em três seções. A Seção 2 apresenta os principais regimes macrofinanceiros verdes identificados no Norte Global, expondo as características e os consensos que os originaram. Na Seção 3 é identificado o regime macrofinanceiro verde adotado no Brasil, considerando o arranjo macroeconômico e financeiro do país. A Seção 4 conclui.

2. Contextualização dos principais regimes macrofinanceiros verdes

O regime macrofinanceiro molda a velocidade, a natureza e a direção da transição verde. Gabor e Braun (2023, p.3) definem o regime macrofinanceiro como ‘the combinations of monetary, fiscal, and financial institutions that shape the creation and allocation of credit/money’. Neste contexto, a literatura reconhece que os regimes macrofinanceiros delineiam a posição do Estado e das instituições em relação às estratégias para a mudança para uma economia mais verde (Gabor e Braun, 2023; Golka et al., 2024)

Salienta-se que a discussão sobre os regimes macrofinanceiros se fundamenta na abordagem macrofinanceira crítica². Segundo Dutta et al. (2020), essa abordagem fornece o arcabouço teórico para examinar aspectos como a forma em que sistema de pagamentos é governado, a busca pela liquidez por parte dos agentes financeiros, a implementação de políticas monetárias, etc. Para esse mesmo autor, uma análise crítica das finanças não deve se centrar apenas nos produtos da financeirização, mas também no seu processo interno.

Além disso, essa abordagem adota a visão keynesiana de uma economia monetária de produção e adiciona uma avaliação crítica a partir da compreensão de que o Estado tem desempenhado um papel de reproduzir uma economia baseada no mercado e nos sistemas financeiros intensivos em colateral, dominado pelos fundos de capitais institucionais. De acordo com Dutta et al. (2020) à medida que o(s) Estado(s) procuram governar através do mercado financeiro, estes ficam dependentes das regras desse mercado para atingir os objetivos da política estatal.

Complementarmente, Gabor (2020) afirma que essa vertente considera que a mudança para um sistema financeiro baseado no mercado financeiro é um processo político mais profundo. A autora afirma que a combinação desses processos (e.g., a crescente desigualdade, a erosão do bem estar, o aumento de práticas agressivas de alavancagem) produz uma necessidade estrutural de novas classes de ativos e também de passivos líquidos para preencher os sempre crescentes, frequentemente globais, balanços patrimoniais.

2.1 Regimes macrofinanceiros verdes identificados pela literatura

Gabor e Braun (2023) identificaram três principais regimes macrofinanceiros verdes: a Terapia de Choque do Carbono, o Estado *Derisking* e o Grande Estado Verde. Esses regimes não são excludentes entre si, mas podem se sobrepor. Importante, ainda, salientar que esses regimes macrofinanceiros foram identificados com base na experiência de países desenvolvidos, tais como Estado Unidos e Inglaterra, ou mesmo a União Europeia.

O regime macrofinanceiro identificado como Terapia de Choque do Carbono (TCC) está fundamentado nas proposições do Consenso de Washington e se orienta a partir delas para estruturar suas intervenções para a descarbonização. Este consenso se fundamentou sobre três pilares, que são: a estabilidade macroeconômica, que se daria através de uma maior disciplina fiscal e inflacionária; liberalização das trocas e fluxos de capitais; e a privatização de companhias estatais (Stiglitz, 1999; Gabor, 2021a). Uma vez que o governo conseguisse lidar com estes elementos, se garantiria uma alocação eficiente dos recursos e um crescimento econômico robusto (Stiglitz, 1999).

O Consenso de Washington é profundamente fundamentado no neoliberalismo, como também as práticas do Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial e outras organizações internacionais, como Organização Mundial do Comércio, Comissão Europeia e Banco Central Europeu (Fine e Saad-Filho, 2014).

Sendo assim, o TCC encontra no mercado financeiro o meio mais adequado para direcionar e proporcionar o financiamento para a descarbonização. Os defensores da Terapia de Choque argumentam que os sinais de preços são suficientes para promover a alocação ótima dos recursos, considerando um mercado competitivo.

² A abordagem macrofinanceira crítica tem como fundamento teórico os estudos de Minsky sobre o processo financeiro (Dutta et al., 2020), especialmente no que diz respeito a inter-relação dos balanços patrimoniais dos agentes financeiros, no comportamento da economia, para construir seu poderoso relato sobre a dinâmica em mercados financeiros crescentemente complexos e sofisticados (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2020).

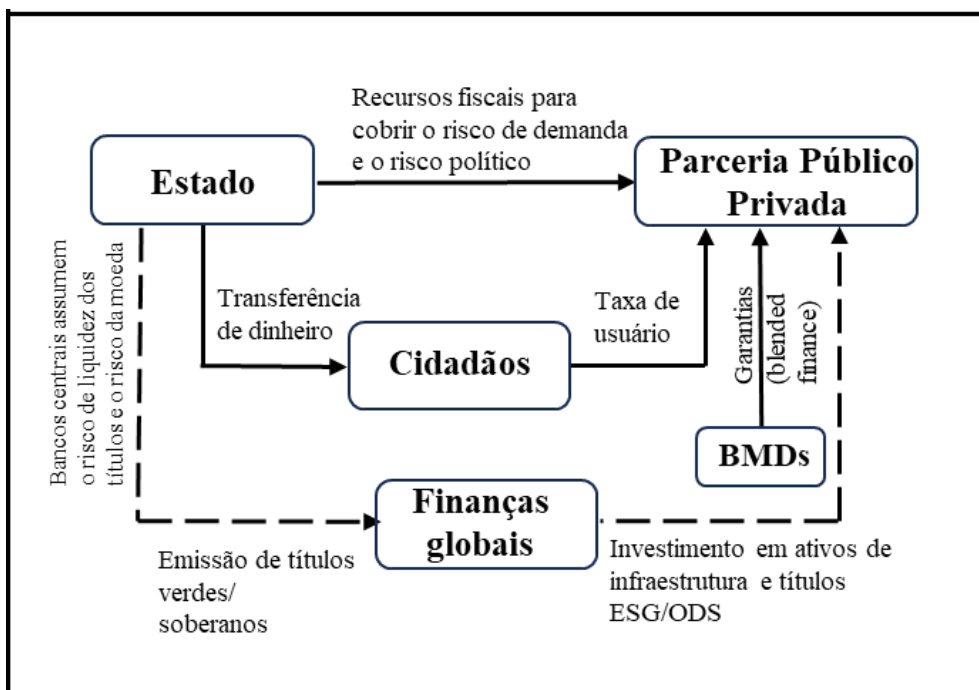
No contexto da transição verde, os preços de carbono excluiriam do mercado as companhias que mantivessem os processos e produtos fora dos padrões de descarbonização e reorientariam o investimento privado para as tecnologias ambientalmente corretas. Gabor e Braun (2023) afirmam que a terapia de choque visa tornar os ativos obsoletos nos setores estatais. O papel do Estado se restringiria a aplicar a austeridade fiscal e monetária para que os sinais dos preços fossem reforçados. Ainda, de acordo com esses autores, o FMI se posiciona a favor da precificação global de carbono, vendo neste artifício a única solução viável para a descarbonização.

Gabor e Braun (2023) enfatizam ainda que a TCC não é um regime perseguido ativamente por nenhum Estado, mas estes podem enfrentá-lo involuntariamente se recusarem proteger o capital local dos preços mais altos para o carbono.

Já, na esteira do Consenso de Wall Street, têm-se o Estado *Derisking*, que enquadra as políticas climáticas como uma questão de mobilização do capital privado, no sentido de atraí-lo ao invés de substituir o mercado (Gabor e Braun, 2023). A ideia por detrás dos regimes de mitigação de risco (*derisking*), seja ele fraco ou robusto, é, em primeiro lugar, que os governos não possuem o dinheiro suficiente para realizar os investimentos verdes (Gabor e Braun, 2023). Coloca-se então o capital privado em uma posição central para a transição verde ao invés do investimento público direto (Golka et al., 2024).

Sendo assim, o Estado age de forma a diminuir o risco para que o setor privado possa fazer os investimentos necessários. Nesse cenário, vê-se a necessidade de tornar os ativos de infraestrutura verde atrativos para o investimento, ao mesmo tempo que os ativos de produção verde devem ser lucrativos. Isso faz com que se atenda a demanda dos capitalistas quanto à mensuração do risco em um período de incerteza sem precedentes (Gabor e Braun, 2023). Em outras palavras, há uma socialização dos riscos pelo Estado.

Figura 1. O Estado *Derisking* do Consenso de Wall Street



Fonte: Gabor (2021a)

Gabor e Braun (2023) fazem uma subdivisão do regime do Estado *Derisking* em Fraco e Robusto, em relação a sua atuação na mitigação do risco para o setor privado. Neste sentido, o Estado com Fraco *Derisking* e o Estado com Robusto *Derisking* possuem diferenças tanto setoriais, quanto políticas, como mostra a Tabela 1. No Estado com Fraco *Derisking*, o mesmo não foca em uma intervenção direta na produção, mas indiretamente, através de investimentos na infraestrutura. Neste sentido, a intenção é que haja a mobilização do capital privado através de ações do Estado (efeito crowd-in), partindo do entendimento que os governos não têm recursos fiscais disponíveis para o investimento público (Gabor e Braun, 2023). De acordo com Gabor e Braun (2023), essa escolha do Estado é macrofinanceira, sendo que a mesma codifica os problemas políticos em uma linguagem dos financiadores.

Quadro 1. Principais regimes macrofinanceiros verdes

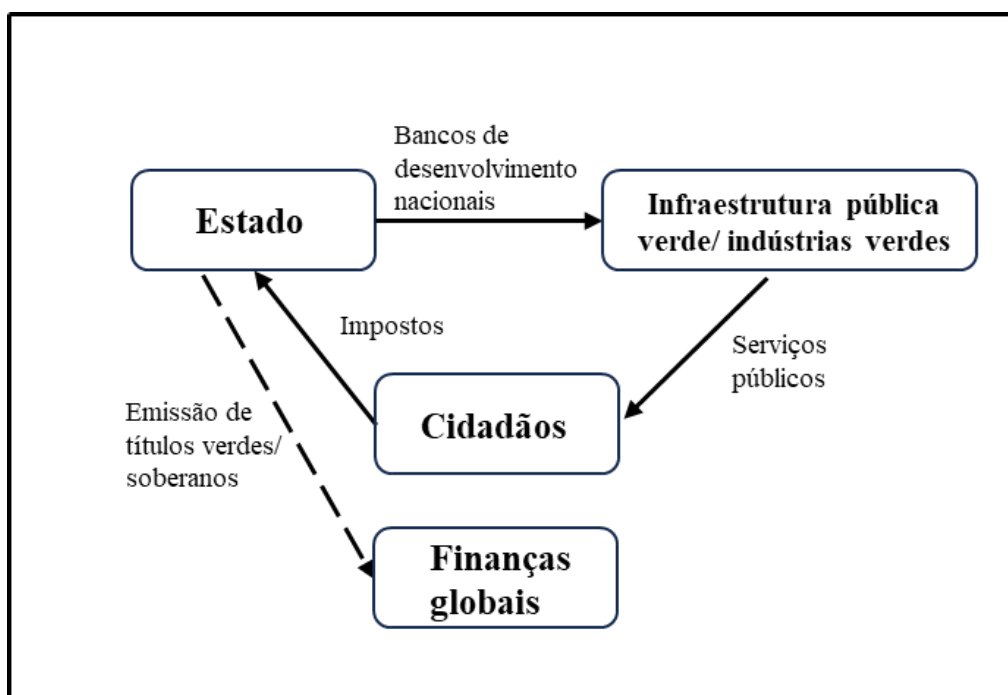
Regime	Coordenação do investimento e disciplina do mercado	Política industrial: setores alvo e modo de distribuição	Políticas fiscal e monetária	Grau de nacionalização
Terapia de Choque do Carbono	Sinais de preços + competição	Nenhum	Dominância monetária e austeridade fiscal	-
Estado com Fraco <i>Derisking</i>	Preços + ‘ <i>carrots and (poucos) sticks</i> ’ ¹	Infraestrutura para energia Estado ajusta o perfil de risco-retorno dos ativos financeiros	Dominância monetária e austeridade fiscal	ativos obsoletos
Estado com Robusto <i>Derisking</i>	Preços + ‘ <i>carrots and (poucos) sticks</i> ’	Manufatura: setores selecionados Estado subsidia diretamente os investimentos corporativos	Mitigação do risco fiscal	ativos obsoletos
Grande Estado Verde	Coordenação do investimento não baseada no mercado	Planejamento em todos os setores, no intuito de reduzir o uso de recursos Política quantitativa de crédito Metas de produção Eliminações progressivas direcionadas	Investimento público verde Política monetária verde (alocação quantitativa) Coordenação monetária e fiscal	partes do setor financeiro

Nota: ¹ *Carrots and sticks* é um termo que faz referência a um conjunto de estratégias de recompensas (*carrots*) e punições (*sticks*) utilizadas para influenciar o comportamento dos agentes (ver Parasi (2017)). Fonte: Cambridge Society for Economic Pluralism (2021) e Gabor e Braun (2023).

Com relação ao Estado com Robusto *Derisking*, este usa de suas alavancas fiscal e regulatória para direcionar desembolsos de forma direta para setores manufatureiros estratégicos (Gabor e Braun, 2023). Em outras palavras, o Estado com essas características intervém diretamente na organização do capitalismo produtivo ao subsidiar a despesa de capital dos setores chaves. De forma geral, ao se tratar do Estado *Derisking*, Gabor e Braun (2023) se põem cétricos à habilidade desse regime de proporcionar uma transição verde ordenada e justa³.

No caso do Grande Estado Verde, o Estado se ocupa em fazer o direcionamento do investimento público, que é de larga escala, para a infraestrutura verde pública, através de bancos de desenvolvimento. Para esta infraestrutura verde é prevista a livre utilização por parte do cidadão (Gabor, 2021a). Ademais, esse regime possui uma questão primordial que é o desinvestimento. Enfatiza-se que este regime segue as premissas do *Green New Deal*.

Figura 2. O Estado do *Green New Deal* - o Grande Estado Verde



Fonte: Gabor (2021a)

Salienta-se que o *Green New Deal* foi desenvolvido na Grã-Bretanha, em 2008, a partir da concepção de que o planeta necessita de um novo acordo para o desenvolvimento. Essa ideia foi motivada pelo fato de que a população estava sendo vítima de falhas da economia, como, por exemplo, a crise financeira de 2007-2009, e também do colapso climático (Pettifor, 2019; Bloomfield e Steward, 2020). Os idealizadores e estudiosos deste plano entendem que as finanças, a economia e o ecossistema estão interligados e, neste sentido, promovem a ideia de que é necessária uma mudança sistêmica e radical dos sistemas econômico e ecológico (Pettifor, 2019; Bloomfield e Steward, 2020). Para que esta mudança ocorra é necessária uma mudança estrutural, especialmente no setor financeiro (Pettifor, 2019).

³ Ver Dafermos (2023)

Com o objetivo de entender a causa do aumento das emissões de gases de efeito estufa, o Green New Deal coloca o sistema financeiro no centro do debate, ao entender que o sistema financeiro globalizado e autorregulado coloca grandes quantidades de crédito, sem regulamentação, na mão de consumidores e especuladores que acabam por financiar, direta ou indiretamente, a extração de recursos naturais finitos (Pettifor, 2019). Pettifor (2019) afirma que a sociedade precisa se desvencilhar deste sistema econômico que leva ao colapso climático e encoraja as emissões tóxicas.

Neste sentido, o Grande Estado Verde se engaja em um planejamento amplo da economia e em disciplinar o capital privado. Nesta linha, Feijó et al. (2023) reflete que o Estado deve retomar seu protagonismo na promoção do crescimento de longo prazo com sustentabilidade ambiental. Para isso, devem ser implementadas políticas públicas capazes de trazer estabilidade, reduzir a desigualdade e traçar regras para o planejamento. Ainda, segundo as autoras, a retomada do planejamento estatal será essencial para coordenar a alocação de fatores, direcionando as economias para a transição verde sustentável.

Para tanto, a próxima seção se debruça sobre a análise das políticas fiscal e monetária brasileiras e os instrumentos financeiros utilizados para alcançar a transição ecológica, afim de traçar o perfil do regime macrofinanceiro verde brasileiro.

3. Análise do regime macrofinanceiro verde brasileiro

Entender as políticas fiscal e monetária e as medidas para a descarbonização no Brasil, especialmente no que tange os instrumentos financeiros utilizados para a criação e alocação de moeda, é essencial para que seja identificado o regime macrofinanceiro verde em que o país tem se apoiado para alcançar a transição verde. Além disso, um ponto importante nesta análise é a de que ela permite analisar se há uma influência dos regimes adotados no Norte Global, considerando os consensos ideológicos que os regem, na forma em que o Brasil busca a transição verde. Salienta-se que, em termos de exposição, as políticas fiscal e monetária e os programas econômicos, que englobam as medidas financeiras, serão abordados separadamente. No entanto, essas políticas conjuntamente formam o regime macrofinanceiro verde do país.

3.1 Políticas fiscal e monetária recentes

No Brasil, em 2023, o Governo Federal apresentou um novo conjunto de regras fiscais: o Novo Arcabouço Fiscal (NAF), em substituição ao Teto de Gastos, criado em dezembro de 2016. O NAF faz uma combinação de metas para o resultado primário e para as despesas primárias, de forma a estabilizar a dívida bruta do governo geral em, aproximadamente, 77% do PIB em 2026 (Governo Federal do Brasil, 2023b; Oreiro, 2023). De forma mais específica, com relação ao período que vai de 2023 a 2026, o governo assumiu o compromisso de crescimento do resultado primário em 0,5 pontos percentuais, a cada ano, em relação ao PIB do ano anterior (Governo Federal do Brasil, 2023a). Essa meta de crescimento se encontra dentro de uma banda tolerável de 0,25% para mais ou para menos em relação crescimento real da economia no ano anterior (Nogueira, 2023).

Ademais, o Arcabouço Fiscal define que o crescimento da despesa primária é limitado a 70% da variação da receita primária nos últimos 12 meses (Governo Federal do Brasil, 2023b). Assume-se, por exemplo, que se o crescimento da receita primária foi de 2,5%, então o crescimento da despesa não poderá ultrapassar 1,75%. No entanto, ressalta-se que o arcabouço prevê que um crescimento real

da despesa primária, entre 0,6% e 2,5% ao ano⁴, não podendo superar o teto dos gastos (Governo Federal, 2023b; Oreiro, 2023). Para Oreiro (2023) o Novo Arcabouço Fiscal avança em relação ao Teto de Gastos no ponto em que gasto real não é mais igual a zero.

Ainda, afirma-se que essas metas possuem um comportamento anticíclico, ou seja, em momentos de expansão econômica – como foi o caso dos governos Lula 1, Lula 2 e Dilma 1 - a despesa primária do governo no ano seguinte tenderá ao limite inferior da banda e, em períodos de retração - Dilma 2/Temer, por exemplo- tenderá ao limite superior (Governo Federal do Brasil, 2023b; Marques et al., 2023). É a partir dessas metas que o governo definirá o quanto gastará no ano seguinte.

Marques et al. (2023) projetaram os gastos públicos a partir de cenários distintos. Em um dos cenários os autores fazem uma comparação entre a série história das despesas primárias do governo, de 2001 a 2022, e o contrafactual – em que vigência das regras fiscais do NAF já estariam em vigor desde 2001. Como resultado, obtiveram que no cenário contrafactual as despesas primárias estariam em um patamar menor do que o observado na série histórica. Afirmam, no entanto, que com o excesso de primário haveria espaço para potenciais investimentos.

Outro cenário analisado por Marques et al. (2023) é o que assume a evolução das despesas primárias em relação ao PIB, sob o regime do NAF e sem esse regime fiscal. Neste cenário a série histórica (sem o NAF) demonstra um valor maior das despesas primárias como percentual do PIB do que se o NAF estivesse em vigor desde 2001. Salienta-se ainda que com o NAF a despesa primária (%PIB) será cada vez menor quanto maior o crescimento do PIB. Muito embora Marques et al. (2023) afirmem que a diminuição do gasto primário ao longo dos anos pode abrir espaço para usar o excedente do primário para novos investimentos, ainda há dúvidas de que rubricas seriam contempladas.

Entende-se, a partir disso, que a política fiscal adotada no Brasil limita os gastos públicos, independente das necessidades da população brasileira⁵, fato que direciona o país para uma trajetória de descarbonização em que os recursos privados estão no centro do financiamento da transição verde.

Ressalta-se ainda a importância de analisar a literatura sobre a relação entre as políticas fiscal e monetária, para que seja entendido o regime macrofinanceiro empreendido no Brasil. Essa literatura tem buscado primordialmente verificar a hipótese da dominância fiscal⁶ na economia brasileira (Almeida et al., 2021; Flora e Santolin, 2023). Almeida et al. (2021) testaram a hipótese de existência de dominância fiscal no período de 2008 e 2017 no Brasil. Como resultado, através a estimação do modelo de Vetores Autorregressivos (VaR), foi encontrado que a taxa básica de juros (Selic) está interrelacionada com a dívida pública. Além disso, através do Teste de Causalidade de Granger, obteve-se que existe um efeito de causalidade unidirecional indo da taxa de juros para a dívida pública. Os autores afirmam, a partir do resultado encontrado, que a política monetária não é afetada pelo comportamento da dívida pública, sendo esta política eficiente para controlar a inflação através

⁴ Estão excluídos dos limites estabelecidos os gastos com o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (FUNDEB) e o piso da enfermagem (pois já possuem regras constitucionais próprias), as transferências constitucionais e legais a outros entes federativos, as despesas sazonais (com a Justiça eleitoral, por exemplo), os recursos do Fundo Constitucional do Distrito Federal e as despesas extraordinárias e imprevisíveis (Governo Federal do Brasil, 2023b; Nogueira, 2023).

⁵ A política de austeridade fiscal rompe com os ganhos sociais determinados pela constituição de 1988, na medida em que abarca propostas tais como abolição do piso de gastos com saúde e educação e a desvinculação de aposentadorias ao salário mínimo.

⁶ A dominância fiscal se refere à subordinação da política monetária à política fiscal. Esse cenário é observado quando há um aumento da dívida pública, em decorrência da falta de receita do governo para financiar a dívida. Considerando que o governo decida financiar o seu déficit através da emissão de títulos da dívida no mercado financeiro, acontece uma imposição sobre a política monetária, para que não haja o aumento da taxa de juros – o que causaria um aumento no custo da dívida (Almeida et al., 2021).

da fixação da taxa de juros. Neste sentido, estes autores descartaram a dominância fiscal no Brasil, de 2008 a 2017.

De forma semelhante, Flora e Santolin (2023) levantaram a discussão sobre qual regime o Brasil tem sido submetido no período de 1999 a 2023: o de dominância fiscal, ou o de dominância monetária⁷. Para esses autores, neste período o Brasil adotou um regime de dominância monetária, mesmo com a ampliação da dívida pública em relação ao PIB, a partir de 2016, o que corrobora com os resultados encontrados por Almeida et al. (2021).

Importante ainda salientar que no Brasil a política monetária se baseia nos conceitos de meta de inflação e banco central independente, a qual impõe uma dominância sobre a política fiscal, sem depender das regras adotadas por esta última. Sabe-se ainda que em uma economia que está sob o regime de metas de inflação, como é o caso do Brasil, a ausência da dominância fiscal é um dos requisitos para o funcionamento desse regime. Isso porque a economia desses países não pode se comprometer com nenhuma âncora nominal, o que significa que a autoridade monetária não pode ser influenciada por qualquer variável fiscal (Salto e Almeida, 2016).

O Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil utiliza apenas a taxa de juros SELIC como instrumento de controle inflacionário. Para Feijó et al. (2022), o RMI é administrado de forma bastante conservadora. Os autores complementam que a partir do momento que o banco central usa da taxa de juros para convergir a inflação para a meta, cria-se uma convenção de que os juros vão permanecer em constante ascendência (política monetária contracionista). Os autores expõem que o crescimento da economia brasileira foi de 2,4% ao ano, no período de 2000 a 2019, enquanto da taxa de juros foi de 6,4% ao ano, no mesmo período. Os autores reiteram que o Banco Central brasileiro aumenta excessivamente a taxa de juros básica de curto prazo para compensar o aumento dos preços, mas devido a existência dos preços administrados, esse aumento é pouco efetivo⁸, dado o objetivo que pretende alcançar – que é o a diminuição da inflação.

Vale lembrar que a determinação da taxa de juros na forma que ela tem sido feita leva em conta exclusivamente o objetivo de estabilidade inflacionária a partir de uma interpretação sobre a sustentabilidade da dívida pública. Essa visão reforça as restrições ao gasto do setor público, reforçando assim a opção pela política de austeridade fiscal.

⁷ A dominância monetária é o regime no qual a autoridade monetária define a política monetária de forma independente, concentrando-se em manter a inflação baixa e estável. Neste sentido, a política fiscal fica subordinada à política monetária, que define, entre outras coisas, a quantidade de senhoriagem e venda de títulos para financiar o déficit do governo e a taxa de crescimento monetário atual e futura (Flora e Santolin, 2023).

⁸ De acordo com Feijó et al. (2022), o Comitê de Política Monetária, no contexto da pandemia do COVID-19, decidiu aumentar a taxa básica de juros da economia (SELIC), como forma de controle inflacionário. Segundo estes mesmos autores, essa decisão desconsidera duas características importantes da economia brasileira: a primeira delas se refere ao processo de desindustrialização prematura que o Brasil foi submetido, conjuntamente ao perfil da economia que se especializou na exportação de *commodities*, especialmente nas últimas duas décadas. A segunda característica é a presença de preços administrados no Índice de Preços do Consumidor Amplo (IPCA), que é o índice oficial de inflação. Sendo assim, com relação a estrutura produtiva brasileira, tem-se que a inflação no país é mais passível às pressões da inflação dos parceiros comerciais e do preço das *commodities*, do que à oferta e demanda internas; e, dado que alguns preços da economia são reajustados a partir de regras estabelecidas pelo ente público (como, por exemplo, nos setores relacionados a infraestrutura), a política monetária restritiva ou expansionista, considerando estes dois pontos, é pouco eficiente no combate à inflação.

Nota-se assim que o regime macroeconômico, a combinação das políticas fiscais e monetárias, impõem uma necessidade de que o enfrentamento da mudança climática tenha que, necessariamente, contar com os recursos do setor privado. Isto determina a necessidade da atração do setor financeiro privado para o investimento na transição verde. No entanto, esta atração, como visto anteriormente na parte teórica, implica em o Estado atuar de forma a equalizar a relação risco-retorno de investimentos verdes, operação está feita através da chamada redução de risco (*derisking*). Temos desta forma a determinação de um regime macrofinanceiro, entendido aqui como o modo que a moeda (crédito) é oferecida pelo sistema financeiro, tendo em vista a configuração das políticas fiscais e monetárias e a valorização da riqueza no sistema financeiro.

3.2 Programas econômicos e medidas para a descarbonização no Brasil

Em 2023, o governo brasileiro fez a inclusão das questões de sustentabilidade em seus principais programas econômicos, especialmente no que diz respeito à obtenção de investimentos para a essa finalidade. Evidência disso foi, no mesmo ano, o lançamento do Novo Programa de Aceleração do Crescimento (Novo PAC), que tem como uma de suas medidas propostas a *nova matriz de investimentos estruturantes para a transição*. Vale ressaltar que o Novo PAC é um programa que visa o aumento do investimento em setores chaves para o crescimento econômico e inclusão social, através da parceria entre o ente público, setor privado, estados, municípios e movimentos sociais (Governo Federal do Brasil, 2023a).

Ao mesmo tempo, o Plano de Transformação Ecológica (PTE) é uma proposta que foi apresentada pelo governo brasileiro na Conferência das Nações Unidas sobre Mudanças Climáticas (COP28) em 2023, no intuito de colocar o Sul Global no centro da economia verde, além de ser uma plataforma que visa promover novos investimentos para o Brasil (León, 2023). Ademais, de acordo com o Governo Federal do Brasil (2023), a questão principal levantada pelo PTE é a de que o modelo de desenvolvimento atual é ambientalmente danoso, dado o uso intensivo de recursos naturais, alta emissão de gases de efeito estufa e degradação do meio ambiente. É a partir disso que esse plano foi estruturado em seis eixos, sendo eles: financiamento sustentável, desenvolvimento tecnológico, bioeconomia, transição energética, economia circular e infraestrutura e adaptação às mudanças do clima.

Ressalta-se que o Novo PAC e o PTE estão integrados, dado que a *nova matriz de investimentos estruturantes para a transição*, presente neste primeiro programa, coincide com o eixo *finanças sustentáveis* do PTE, muito embora este último abranja mais medidas. Vale salientar que o PTE representa as principais propostas e medidas para a Nova Indústria Brasil (NIB), lançada pelo governo federal em 2024. O NIB é um Plano de Ação para a Neoindustrialização que coloca o fortalecimento da indústria brasileira como o fator chave para o desenvolvimento sustentável no país. Acrescenta-se que a NIB conta com instrumentos financeiros e não financeiros estruturados pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI).

Neste sentido, o Quadro 2 apresenta as principais medidas e instrumentos financeiros com fins sustentáveis propostos pelo Novo PAC, NIB e PTE. É importante salientar, que dada a proposta teórica deste trabalho, que se baseia na abordagem macrofinanceira crítica, apenas os instrumentos de caráter financeiro serão analisados.

Quadro 2. Quadro síntese das medidas e instrumentos financeiros alinhados à transição ecológica para o Brasil

Medida alinhada à transição ecológica	Coordenação do investimento/medida	Criação e alocação da moeda	Grau de nacionalização do financiamento
Criação e regulamentação do Sistema Brasileiro de Comércio de Emissões (SBCE) - mercado de carbono obrigatório	Estado	Empresas ambientalmente mais eficazes poderão vender parte da sua cota de emissão no mercado de carbono, para empresas mais poluentes.	O mercado de carbono não incorrerá em gastos públicos
Elaboração da Taxonomia Sustentável Brasileira para empreendimentos e atividades sustentáveis	Estado	Mobilizar e reorientar o financiamento e os investimentos públicos e privados para atividades econômicas com impactos ambientais, climáticos e sociais positivos.	Elaboração da taxonomia verde para orientar o mercado de títulos sustentáveis brasileiros sem incorrer em gastos públicos
Emissão de títulos soberanos sustentáveis	Estado	A emissão de títulos sustentáveis pela República observará o princípio de uso dos recursos, definido pela <i>International Capital Market Association</i> , a qual estabelece a destinação de recursos líquidos, em montante equivalente ao captado, para despesas que proporcionem benefícios ambientais e/ou sociais.	O soberano assume os riscos da emissão de títulos sustentáveis no mercado internacional, sem incorrer em gastos públicos
Ampliação dos recursos do Fundo Clima, via emissão de títulos sustentáveis, para garantir crédito competitivo para descarbonização e inovação tecnológica	Estado	Os recursos captados serão destinados a projetos de sustentabilidade em que o Fundo Clima atua, que são: desenvolvimento urbano resiliente e sustentável; indústria verde; logística de transporte, transporte coletivo e mobilidade verdes; transição energética, florestas nativas e recursos hídricos e serviços e inovação verdes	Ampliação dos recursos do Fundo Clima sem incorrer em gastos públicos
Plataforma de hedge cambial para projetos verdes	Estado	Linha de crédito com proteção contra riscos cambiais para empresas brasileiras que buscarem recursos em dólar para projetos de transição ecológica no Brasil. Essa linha de crédito funciona como um seguro para possíveis perdas cambias	Não incorre em gastos públicos

Fonte: Elaborado pelos autores

Em vista das propostas e medidas financeiras desenhadas pelos programas federais de desenvolvimento para alcançar a transição verde, em 2023, o governo brasileiro captou US\$ 2 bilhões, através do mercado internacional de títulos verdes, no intuito de repassá-lo para o Fundo Clima, que é uma linha de financiamento reembolsável, administrada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (Craide, 2023; Máximo, 2023). Este fundo, tradicionalmente, tem como finalidade o aporte de recursos a projetos de sustentabilidade. Atualmente, as áreas de atuação deste fundo são: desenvolvimento urbano resiliente e sustentável; indústria verde; logística de transporte, transporte coletivo e mobilidade verdes; transição energética, florestas nativas e recursos hídricos e serviços e inovação verdes. As taxas de juros serão definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para cada uma das linhas (Craide, 2023).

Ainda, em 2023, houve o lançamento do Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis, pelo governo federal. De acordo com o documento, a emissão de Títulos Sustentáveis pela República observará o princípio de uso dos recursos, o qual estabelece a destinação de recursos líquidos, em montante equivalente ao captado pela respectiva emissão do Título Sustentável, para despesas que proporcionem benefícios ambientais e/ou sociais. Este Arcabouço permite que a República emita os seguintes tipos de títulos de dívida: títulos verdes, títulos sociais e títulos sustentáveis.

Baseando-se nas informações apresentadas pelo Quadro 2 e no que foi descrito em relação as medidas financeiras adotadas pelo Brasil, com vistas a promoção da transição verde, infere-se que a trajetória de descarbonização do Brasil está inclinada para a utilização de instrumentos e métricas do mercado financeiro. Muito embora a coordenação do investimento seja feita pelo Estado – especialmente através do BNDES, com o Fundo Clima – este se apoia no mercado financeiro para a ampliação do financiamento. Afirma-se a partir disso que o Brasil apresenta um regime em que as *finanças verdes públicas estão baseadas no mercado financeiro*.

Como resultado, não há o aumento dos gastos públicos, em linha com o que a nova regra fiscal brasileira (NAF) vislumbra para os resultados primários e as despesas primárias para o país. Soma-se a isso, o fato de que a política monetária brasileira, dado o Regime de Metas de Inflação, tem como principal objetivo o controle inflacionário e a estabilidade financeira. Acrescenta-se que, a partir da literatura, não é possível concluir se há dominância monetária no Brasil. No entanto, é possível afirmar que o país se encontra sob um regime de austeridade fiscal e política monetária com foco no aumento da taxa de juros.

Desta forma, analisando o grau de similaridade das características macrofinanceiras brasileiras no sentido verde com os regimes macrofinanceiros verdes identificados por Gabor e Braun (2023), entende-se que, em primeiro lugar, o Brasil não se caracteriza como um Grande Estado Verde. Isso porque, muito embora a coordenação do investimento seja estatal, como já mencionado, não há espaço fiscal ou monetário para um maior financiamento, por parte do Estado, das necessidades que a transição verde coloca para a economia, sociedade e natureza. Em segundo lugar, o Brasil não se enquadra na Terapia de Choque do Carbono, pois existe a participação do Estado no desenho das políticas, programas e planos para a transição verde. Por fim, muito embora o regime macrofinanceiro verde brasileiro não possua todas as características de um Estado *derisking*, como, por exemplo, a coordenação do investimento via preços de mercado, nota-se que o Brasil tem dado os primeiros passos para que os ativos verdes sejam cada vez mais atrativos para os investidores externos (e.g. diminuição do risco cambial) via mercado financeiro.

Portanto, guardadas as características únicas do regime macrofinanceiro verde brasileiro – dado que o Brasil se configura como um país com desafios econômicos, sociais e naturais diferentes daqueles enfrentados pelos países do Norte Global –, é possível inferir que a ideologia que rege o Consenso de Wall Street possui influência na condução das estratégias para a descarbonização no Brasil.

4. Conclusão

Considerando a literatura sobre os regimes macrofinanceiros para a transição ecológica, conduziu-se uma análise qualitativa para identificar o regime macrofinanceiro verde brasileiro. O regime macrofinanceiro se configura como uma combinação entre as políticas fiscal e monetária e o funcionamento das instituições financeiras, que configuram a criação e a alocação de moeda. Salienta-se que esta discussão na literatura se fundamenta na abordagem macrofinanceira crítica. Essa abordagem adota alguns pressupostos da teoria minskyana e compartilha a visão de que os agentes econômicos estão interligados por seus balanços patrimoniais. Além disso, reconhece que o sistema financeiro está cada vez mais voltado para mercados financeiros crescentemente mais complexos.

Com relação as políticas fiscal e monetária mais recentes, a partir do que foi analisado, é possível afirmar que o Brasil se encontra sob um regime macroeconômico contracionista, no qual o objetivo principal é o controle inflacionário e a busca por resultados primários positivos. Neste sentido, essas políticas encurtam o espaço para que o governo execute seus gastos, independente da necessidade econômica e social. Sendo assim, o Estado passa a coordenar suas políticas e planos para a transição verde a partir da captação de recursos via mercado financeiro, o que não confronta os objetivos das políticas monetária e fiscal. No entanto, é preciso destacar que o Estado acaba incorrendo na lógica do mercado financeiro, dentro de um sistema financeiro globalizado e financeirizado.

Por fim, com relação a similaridade com os outros regimes identificados pela literatura, o regime macrofinanceiro brasileiro se assemelha às características de um Estado *Derisking*, mesmo o investimento não sendo coordenado pelo mercado financeiro. Sendo assim, entende-se que a ideologia por detrás do Consenso Wall Street possui reflexos em países não só do Norte Global, mas também no Brasil.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Resolução CMN nº 5.095 de 24/8/2023. *Portal do BCB*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5095>. Acesso em: 08 maio 2024

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). FUNDO CLIMA. *Portal do BNDES*. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/fundo-clima>. Acesso em: 08 de maio de 2024

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Fundo Nacional sobre Mudança do Clima - FNMC. *Portal do BNDES*. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fundos-governamentais/fundo-nacional-sobre-mudan%C3%A7a-do-clima-fnmc>. Acesso em: 08 maio 2024

BLOOMFIELD, J; STEWARD (2020). The Politics of the Green New Deal. *The Political Quarterly*, 91(4), pp. 770-779. <https://doi.org/10.1111/1467-923X.12917>.

BONIZZI, B; KALTENBRUNNER (2020). Critical macro-finance, Post Keynesian monetary theory and emerging economies. *Finance and Society*, v(1):76-86.

CAMBRIDGE SOCIETY FOR ECONOMIC PLURALISM. Benjamin Braun and Daniela Gabor: In Search of a Green Macro-Financial Regime. YouTube, 10 de dezembro de 2021. 1h22. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=5tSqwJTyfFA&t=190s>. Acesso em: 22 de maio de 2024

CRAIDE, S. Fundo Clima terá R\$ 10 bilhões para financiar projetos sustentáveis: Taxas de juros serão definidas pela CMN para cada linha de crédito. *Agência Brasil* – Brasília, 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2023-08/fundo-clima-tera-r-10-bilhoes-para-financiar-projetos-sustentaveis>. Acesso em: 08 de maio de 2024.

DAFERMOS, Y. (2023). Towards a climate just financial system. Working paper, nº 259, SOAS University of London.

DUTTA, S. J., KREMERS, R., PAPE, F. and PETRY, J. (2020). Critical macro-finance: An introduction. *Finance and Society*, 6(1), pp. 34-44. DOI: 10.2218/finsoc.v6i1.4407

FEIJÓ, C; ARAÚJO, E. C; BRESSER-PEREIRA, L. C. (2022). Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Revista de Economia Política*, 42(1): 150-171. <https://doi.org/10.1590/0101-31572022-3353>

FEIJÓ, C; FEIL, F; PESSOA, L. (2023). State planning and the sustainable development convention: an introduction. *Brazilian Journal of Political Economy*, 43(4): 837-852. <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3488>

FINE, B; SAAD-FILHO, A. (2014). Politics of Neoliberal Development: Washington Consensus and the post-Washington Consensus. in Weber, H (ed.) *The Politics of Development: A Survey*. London: Routledge, pp. 154-166.

FLORA, M. S; SANTOLIN, R (2023). Dominância fiscal e dominância monetária para o Brasil: Uma análise empírica a partir de projeções locais no período de 1999 a 2022. *Nova Economia*, 33(2), p.335-362. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/7534>

GABOR, D. (2020). Critical macro-finance: A theoretical lens. *Finance and Society*, 6(1), pp. 45-55. DOI: <https://doi.org/10.2218/finsoc.v6i1.4408>

GABOR, D. (2021a). The Wall Street Consensus. (2021). *Development and Change*, 52(3): 429-459. DOI: 10.1111/DECH.12645

GABOR, D. (2021b). Private finance won't decarbonise our economies – but the 'big green state' can. *The Guardian*. <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/jun/04/private-finance-decarbonise-economies-green-state>

GABOR, D; BRAUN, B. (2023). Green Macrofinancial Regimes. SocArXiv. DOI:10.31235/osf.io/4pkv8.

GOLKA, P; MURAU, S; THIE, J. (2024) Towards a public sustainable finance paradigm for the green transition. *Finance and Society*, 10(1): 38-50. DOI:10.1017/fas.2023.15

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Casa Civil]. (2023a). Novo PAC - Medidas Institucionais. Disponível em: <https://www.gov.br/casacivil/pt-br/novopac/medidas-institucionais>. Acesso em: 08 maio 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério da Fazenda]. (2023). Plano de Transformação Ecológica. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/acao-a-informacao/acoes-e-programas/transformacao-ecologica>. Acesso em: 08 maio 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério da Fazenda]. (2023b). Apresentação – Arcabouço Fiscal (20/04/23). Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/apresentacoes/2023/apresentacao-arcabouco-fiscal.pdf/view>. Acesso em: 08 maio 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério da Fazenda]. (2023c). Taxonomia Sustentável Brasileira - Consulta Pública do Plano de Ação. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/acao-a-informacao/acoes-e-programas/transformacao-ecologica/apresentacoes/setembro-20-ppt-lancamento-consulta-publica-v22-09-12h35.pdf>. Acesso em: 09 maio 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério da Fazenda]. (2023d). Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:21059. Acesso em: 09 maio 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços]. Nova indústria Brasil – Nova indústria Brasil – forte, transformadora e sustentável: Plano de Ação para a neointustrialização 2024-2026 / Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI). -- Brasília: CNDI, MDIC, 2024. 102 p. Disponível em: <https://www.gov.br/mdic/pt-br/composicao/se/cndi/plano-de-acao/nova-industria-brasil-plano-de-acao.pdf>. Acesso em: 23 de maio de 2024

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL [Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços]. (2023). Governo Federal relança Fundo Nacional sobre Mudança do Clima. *Gov.br*. Disponível em: <https://www.gov.br/mdic/pt-br/assuntos/noticias/2023/agosto/governo-federal-relanca-fundo-nacional-sobre-mudanca-do-clima>. Acesso em: 08 maio 2024

HARDIE, I. and HOWARTHE, D. Market-Based Banking and the International Financial Crisis, Oxford University Press, UK, 2013.

JORNAL NACIONAL. *Portal G1*. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2024/02/26/governo-federal-lanca-programa-para-atrair-financiamento-estrangeiro-para-projetos-de-economia-verde-no-brasil.ghtml>. Acesso: 08 de maio de 2024

KEDWARD, K., GABOR, D. and RYAN-COLLINS, J. (2022). Aligning finance with the green transition: From a risk-based to an allocative green credit policy regime. UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series (IIPP WP 2022-11). Disponível em: <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2022-11>.

LEÓN, L. P. Brasil divulga Plano Ecológico na COP28 como proposta do Sul Global: Haddad: proposta é ambientalmente sustentável e socialmente inclusiva. *Agência Brasil* – Brasília, 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/internacional/noticia/2023-12/brasil-divulga-plano-ecologico-na-cop28-como-proposta-do-sul-global>. Acesso em: 08 de maio de 2024

MARQUES, P. R; BRENCK, C. Z; CARVALHO, L; RODRIGUES, L. H. G; GOMES, J. P. F (2023). Quais os efeitos do novo arcabouço fiscal sobre a trajetória de gastos públicos? Uma análise preliminar. Nota de Política Econômica, nº36. MADE/USP.

MÁXIMO, W. Entenda o Plano de Transformação Ecológica lançado na COP28. *Agência Brasil*, 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-12/entenda-o-plano-de-transformacao-ecologica-lancado-na-cop28>. Acesso em: 08 maio 2024

MÁXIMO, W. Primeira emissão de títulos verdes rende US\$ 2 bilhões: Primeira emissão de títulos verdes rende US\$ 2 bilhões. *Agência Brasil*, 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-11/primeira-emissao-de-titulos-verdes-rende-us-2-bilhoes>. Acesso em: 08 maio 2024

OREIRO, J. L. (2023). O arcabouço fiscal de Fernando Haddad: uma primeira avaliação. *Revista NECAT*, ano 12, nº 23. Disponível em: <https://ojs.sites.ufsc.br/index.php/revistanecat/article/view/6255>

PETTIFOR, A. *The case for the Green New Deal*. Verso, London/New York. 2019.

SIQUEIRA, C. Câmara aprova projeto que regulamenta o mercado de carbono no Brasil. *Agência Câmara de Notícias*, 2023. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1029046-camara-aprova-projeto-que-regulamenta-o-mercado-de-carbono-no-brasil-acompanhe/>. Acesso em: 08 maio 2024

STIGLITZ, J. E. (1999). More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington Consensus. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 19, nº 1(73), pp. 101-128.