RETROSPECTIVA DO SISTEMA FINANCEIRO 2021

Apresentação

A passagem do ano de 2021 para 2022 reacendeu a angústia e a incerteza em relação à pandemia de covid-19. No Brasil, a virada foi marcada pela multiplicação exponencial de casos da variante ômicron, porém, devido ao avanço da vacinação no país, até o momento vivenciamos um descolamento entre os números de casos e mortes. É ainda cedo para saber se os sistemas de saúde irão colapsar como em 2021, ano em que 412.880 brasileiros perderam a vida devido à doença e ao problemático gerenciamento da pandemia.

O ano que passou registrou também um pífio desempenho da economia brasileira. Promoveu-se uma forte contração fiscal, sob o pretexto de lidar com o aumento da dívida pública que resultou das políticas anticíclicas adotadas em 2020. A autoridade monetária realizou sucessivos aumentos na taxa básica de juros, sob o pretexto de conter a escalada inflacionária. O crescimento econômico que será registrado resultará, essencialmente, do carregamento estatístico da base de comparação deprimida de 2020. A economia não se recuperou – nem quantitativamente, nem qualitativamente: são mais de 13 milhões de desempregados, com renda familiar em queda e insegurança alimentar em alta.

Os mercados financeiro e de capitais, porém, apresentaram um desempenho que não dialoga com os principais indicadores macroeconômicos. Os bancos recuperaram a sua lucratividade, as emissões no mercado de capitais alcançaram recordes e a riqueza financeira se expandiu significativamente. O mercado de títulos de dívida corporativa merece destaque, pois manteve uma trajetória de crescimento sustentada a despeito do aumento disseminado das taxas de juros – cujo impacto negativo se deu, efetivamente, sobre o mercado de ações.

As empresas não financeiras se endividaram mais, com os mecanismos de garantia e direcionamento de crédito auxiliando-as a manter as portas abertas e honrar suas dívidas. A quebradeira que poderíamos esperar da crise da covid-19 não se materializou no âmbito empresarial. As famílias, porém, se viram comprimidas por todos os lados – pela pandemia, pelo desemprego e pela queda dos rendimentos – e seus níveis de endividamento e comprometimento da renda com juros quebraram recordes históricos.

Em paralelo, mudanças estruturais importantes se verificaram. O sistema de pagamentos instantâneo Pix se difundiu amplamente na sociedade brasileira, modificando a forma de as pessoas se relacionarem com o dinheiro e com as instituições financeiras. O Banco Central do Brasil avançou nas discussões sobre a possibilidade de adotar um real digital nos próximos anos, reforçando a tendência de digitalização do sistema financeiro brasileiro.

Os criptoativos receberam cada vez mais holofotes, com a difusão de *tokens* não-fungíveis (NFTs) e a criação de fundos de investimento referenciados em "criptomoedas" para atender aos mais diversos investidores. A introdução de novas tecnologias andou a todo vapor e as principais fases do sistema financeiro aberto (*open banking*) foram concluídas, "devolvendo" aos clientes de serviços financeiros o controle sobre seus dados, na expectativa de fomentar a concorrência na prestação desses serviços.

A Retrospectiva do Sistema Financeiro 2021, em sua segunda edição, reuniu os pesquisadores do Observatório do Sistema Financeiro, projeto de pesquisa vinculado ao Instituto de Economia da UFRJ, para debater o que de mais importante ocorreu nos sistemas financeiros internacional e brasileiro no ano que passou. O foco principal são as mudanças estruturais e como elas afetaram a funcionalidade desses sistemas para o desenvolvimento econômico sustentável, com especial interesse no caso brasileiro. Discute-se não só o passado, mas

também as perspectivas para um futuro próximo, o que no Brasil ganha particular importância em 2022.

O ano que se inicia será marcado pela disputa política e eleitoral num contexto de anemia econômica. No passado, situações similares levaram a uma significativa instabilidade financeira. Abriremos 2022 com a perspectiva de mais aumentos na taxa de juros e condições de liquidez menos favoráveis, em nível internacional e doméstico. O orçamento estará sob franca disputa após as pressões do mercado sobre o arcabouço fiscal e a necessidade de ajuste – muitas vezes fabricadas. Os capitais estrangeiros e uma parcela dos capitais domésticos estarão atentos aos ruídos e às incertezas da eleição. E, por fim, as empresas e famílias mais fragilizadas se virão no olho do furacão, dependendo das instituições financeiras para gerenciar sua situação.

2021 não foi um ano simples e 2022, certamente, não o será. Para o sistema financeiro brasileiro, as mudanças conjunturais representarão testes para as transformações estruturais recentes: a consolidação do mercado de capitais como fonte estável de recursos de longo prazo, a difusão da digitalização e o acirramento da competição das *fintechs*. É um ano também para acompanhar como algumas agendas poderão evoluir após o pleito presidencial, com notável destaque para a questão da transição para uma economia de baixo carbono e para um modelo de desenvolvimento que entregue crescimento e sustentabilidade – e sob qual padrão de financiamento? Por outro lado, há que se acompanhar como a fragilidade financeira de uma parcela das empresas não-financeiras e das famílias irá evoluir e se isso acarretará algum risco para a estabilidade financeira.

Nas próximas páginas, nos dedicamos a lançar luz sobre as questões aqui levantadas e a fomentar o debate sobre o sistema financeiro brasileiro. Desejamos a todos uma excelente leitura!

Índice

01 Apresentação

03 Índice

04 1. Mercado de capitais tem seu melhor ano em 2021, mas há algumas nuvens cinzas no horizonte para 2022

08 2. O Banco Central do Brasil e o “estouro da boiada”

12 3. Criptoativos: entre riscos e conquistas dos pequenos investidores

16 4. O novo mundo das moedas digitais poderá afetar a supremacia do dólar?

19 5. Desafios de 2021 levam famílias a recorrerem a créditos de pior qualidade

24 6. Assimetrias na fragilidade das grandes empresas e das MPMEs trarão novos desafios às autoridades brasileiras

29 7. Bancos digitais: o futuro do sistema bancário latino-americano?

35 8. *Open banking* no Brasil avança, mas entregará o que promete?

39 9. Entre sinais trocados, a agenda climática enfoca os riscos e deixa de lado a transição verde

43 Autores

44 Referências Bibliográficas

50 Publicações e Atividades do Observatório do Sistema Financeiro em 2021

1. Mercado de capitais tem seu melhor ano em 2021, mas há algumas nuvens cinzas no horizonte para 2022

Por Ernani Torres

Em 2021, o mercado de capitais registrou lançamentos de R$ 596 bilhões, o maior volume de toda sua história. Esse resultado é mais uma evidência de que está em curso uma mudança estrutural no crédito corporativo de longo prazo.

Pela primeira vez, os mecanismos privados de captação de longo prazo vêm mostrando forte expansão, de forma autônoma frente aos desembolsos do BNDES, rompendo uma relação de complementaridade que existia há décadas entre os dois segmentos.

Como se pode ver no Quadro 1, o atual ciclo de crescimento do mercado de capitais se iniciou em 2017 e envolveu todos os seus segmentos. O ativo financeiro que mais se destacou foram as debêntures. Apesar do forte encolhimento observado em 2020, causado pela pandemia de covid-19, o lançamento desses títulos corporativos de longo prazo atingiu R$ 253 bilhões em 2021, respondendo por pouco menos da metade de todo o movimento registrado no mercado de capitais brasileiro.

As ações ocuparam a segunda posição com R$ 128 bilhões no ano passado. Com isso, o desempenho da renda variável segue o mesmo caminho de expansão que vem sendo trilhado pela renda fixa, com a diferença de também ter registrado crescimento em 2020.

O valor das emissões de ações foi, em média, superior a R$ 110 bilhões no último triênio. Contudo, os dados mensais mostram que a janela de oportunidades que se abriu para a renda variável no final do primeiro semestre de 2021 se fechou no último trimestre do ano, respondendo à subida da taxa de juros pelo Banco Central do Brasil.

O terceiro motor do crescimento do mercado de capitais foi o conjunto formado pelos Fundos de Direito Creditório (FIDC), Certificados de Recebíveis Agrícolas (CRA) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Esse segmento teve um comportamento semelhante aos das debêntures no último triênio: registrou forte crescimento em 2021, atingindo R$ 142 bilhões, recuperando-se com folga do encolhimento no ano de 2020.

Esse cenário financeiro contrasta com o que ocorreu no restante da economia. O Produto Interno Bruto (PIB) está praticamente estagnado no nível de 2017. O investimento continua em patamares próximos aos níveis de reposição da capacidade (15% do PIB). Ao mesmo tempo, a inflação e os juros, depois de terem se mantido em níveis decrescentes e baixos, voltaram a acelerar do segundo semestre de 2021.

Diante disso, a exuberância do mercado de capitais é explicada essencialmente por motivações financeiras. O principal determinante da expansão foi a redução sustentada da taxa de juros, em particular as taxas de longo prazo. Os menores custos dos lançamentos tornaram mais atrativo para as empresas emitir novas dívidas, mais baratas e com prazos mais longos, para repagar passivos antigos mais onerosos ou recompor seu capital de giro.

Um fenômeno particular do final de 2021 foi o de algumas empresas também ampliarem suas dívidas para financiar um aumento nos pagamentos de dividendos. Esse comportamento foi uma reação à perspectiva de aprovação de uma nova legislação do Imposto de Renda que pretendia taxar o pagamento de dividendos, mas que não chegou a ser aprovada pelo Congresso Nacional.

Adicionalmente, a redução nos ganhos com títulos públicos empurrou muitos investidores para os papéis privados, em especial, os títulos corporativos de longo prazo, na busca por retornos mais generosos.

Quadro 1. Emissão do Mercado de Capitais e Desembolsos do BNDES (R$ milhões)

Ano	Debêntures	Ações	FIDC, CRA e CRI*	Outros	MK Total	BNDES Desembolsos	Debêntures Incentivadas
2015	61.662	18.334	20.622	21.621	122.238	135.942	8.368
2016	64.084	8.758	34.684	19.030	126.557	88.257	6.339
2017	84.386	39.729	39.208	37.742	206.065	70.751	11.194
2018	151.193	13.619	38.462	46.468	249.741	69.303	25.941
2019	184.590	90.016	70.143	87.779	432.528	55.314	35.776
2020	121.143	119.267	64.560	67.222	372.192	64.921	29.790
2021	253.372	128.115	142.418	72.119	596.025	65.000**	41.827

Fonte: ANBIMA e BNDES
(*) Fundos de Direitos Creditórios, Certificados de Recebíveis Agrícolas e Certificados de Recebíveis Imobiliários.
(**) Estimativas do Autor

Instalou-se assim um ciclo virtuoso que deu lugar a uma maior disseminação de instrumentos financeiros junto a um público investidor mais amplo. Desse ponto de vista, o destaque foram as debêntures incentivadas ou de infraestrutura. Em 2021, as emissões desses títulos alcançaram R$ 41 bilhões, o maior patamar da história, fazendo com que esse segmento sozinho respondesse por 16% de todo os lançamentos dessa classe de títulos.

Trata-se de um produto financeiro que chegou ao mercado em 2012 e que se encontra, nesse momento, em um estágio de forte difusão. Quase dois-terços de todas as debêntures incentivadas foram emitidas no último triênio.

Os lançamentos de dívidas no mercado de capitais poderiam ter sido ainda maiores não fosse o forte aumento das taxas de juros ao longo do ano. A guinada na atuação do BCB em 2021 “colocou areia” nos ganhos que as novas dívidas podiam proporcionar em termos de redução do custo financeiro.

No entanto, esse efeito negativo foi compensado, em parte, pelo fechamento gradual da janela de oportunidade para lançamento de ações, fossem ofertas públicas iniciais ou *follow-ons*. Algumas empresas que não conseguiram mais repor seu caixa com instrumentos de renda variável se viram obrigadas a acessar o mercado de dívida corporativa.

O padrão de distribuição utilizado pelo mercado manteve o comportamento dos anos anteriores. A quase totalidade dos lançamentos de debêntures foi feita para um público restrito de até 50 investidores. Com isso, o acesso do restante dos investidores ficou limitado ao mercado secundário, onde os novos papéis são revendidos com taxas de juros muito inferiores às do lançamento. Houve, portanto, uma consolidação do poder de mercado dos grandes bancos e das casas gestoras de fundos de dívida. O quadro na renda variável foi diferente. Metade dos lançamentos de ações se destinou ao público amplo, isto é, a qualquer tipo de investidores.

O BNDES, mais uma vez, não acompanhou o processo expansivo do mercado de capitais. Pelo contrário, desde 2015 seus desembolsos se reduziram à metade, estabilizando-se em um patamar médio de pouco mais de R$ 60 bilhões no último triênio.

Esse resultado corrobora a ideia de que o elemento de complementaridade que existia, historicamente, entre o crédito do BNDES e as operações do mercado de capitais –

em particular, as emissões de debêntures – foi rompido. Não se observa mais uma sintonia entre os desembolsos do banco de desenvolvimento e o crédito corporativo privado.

Esse fraco desempenho do BNDES está relacionado principalmente a dois fatores. O primeiro deles é o nível demasiadamente elevado em que foi fixada a taxa de juros de referência para suas operações, a Taxa de Longo Prazo (TLP). Com isso, os novos créditos do BNDES deixaram de ser competitivos mesmo em horizontes de prazos mais longos. Ao mesmo tempo, os empréstimos já contratados passaram a se mostrar gravosos frente às condições mais favoráveis oferecidas pelos mercados de capitais, sendo, por isso, foco de amortizações antecipadas.

O segundo fator foram as baixas taxas de investimento da economia. O crédito do banco de desenvolvimento, bem como as debêntures incentivadas, é muito mais dependente da Formação Bruta de Capital Fixo que as emissões do restante do mercado.

Diante desse cenário, o que se pode esperar para o crédito corporativo em 2022? Dois elementos, que já estão presentes em 2021, deverão se tornar mais dominantes no ano que vem. Do ponto de vista econômico, o fator mais preocupante é a duração e a intensidade do aperto monetário que está em curso. A inflação vem persistindo em ficar acima de dois dígitos e o BCB, juntamente com seus congêneres ao redor do mundo, está convencido que os fatores de demanda são dominantes nesse processo.

Segundo as análises mais recentes divulgadas pelos bancos centrais, os programas compensatórios de renda e de crédito para fazer frente à pandemia teriam disponibilizado uma soma muito elevada de dinheiro na mão de famílias que, devido às restrições de mobilidade, estariam adquirindo mais bens do que serviços.

O diagnóstico antes dominante, de que os problemas eram de oferta, associados à desorganização dos meios de transporte e à escassez temporária de mão-de-obra, agora vêm sendo minimizados e foram substituídos pelo clássico esgotamento físico da capacidade produtiva.

A expectativa, portanto, será de um quadro de liquidez muito mais restritivo tanto no Brasil quanto no exterior, reduzindo, assim, as oportunidades de lançamentos no mercado de capitais.

O segundo elemento que caracterizará 2022 é a incerteza política, que pode se acentuar muito na medida em que a campanha presidencial aumente de intensidade no Brasil. O maior percalço que se pode esperar nesse caso não é o ruído gerado pela disputa política *stricto sensu,* mas o risco de algum candidato se interessar em instabilizar o mercado financeiro como opção de estratégia eleitoral. Seria, assim, uma repetição, em novas bases, da experiência que atravessamos nas eleições presidenciais de 2002.

Além dessas questões, há também 2 mudanças regulatórias importantes que poderão ser aprovadas em 2022 e que terão impacto na forma como se dará a expansão do mercado de capitais nos próximos anos.

A primeira delas é uma iniciativa legislativa que foi aprovada pela Câmara dos Deputados no final de 2021. Trata-se do Projeto de Lei nº 2.646, de 2020, que altera a legislação das debêntures incentivadas. Essa iniciativa, que conta com forte apoio de bancos e de gestores de fundos, tem por objetivo acabar com o mercado desses títulos tal como o conhecemos. Em síntese, a medida pretende promover: (i) a dolarização desses instrumentos; (ii) alterar o beneficiário do incentivo fiscal para as empresas emissoras no lugar das pessoas físicas, que impulsionaram a expansão e a liquidez desse mercado; (iii) eliminar o controle do governo sobre o tamanho do subsídio; e (iv) aumentar, ainda

mais, o poder dos intermediários financeiros sobre o mercado.

A segunda mudança vem sendo conduzida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Trata-se de uma alteração relevante nas regras de oferta de valores mobiliários. Há hoje dois procedimentos: um para ofertas direcionadas a um público amplo e outro para ofertas realizadas com esforços restritos, destinadas a um público restrito, de no máximo 50 investidores. Esses dois mecanismos seriam substituídos por ofertas por classe de investidores, sem limitação do número de participantes. Trata-se de uma iniciativa auspiciosa que tende, em princípio, a aumentar a concorrência nas emissões.

A despeito de bem-vinda, essa nova regra, se vier a ser aprovada, dificilmente conseguirá reduzir o poder de mercado que os grandes bancos e os gestores de fundos detêm hoje. Até por que essa liderança é muitas vezes vista com bons olhos pelas empresas emissoras e pelos reguladores, diferentemente do que ocorre nos grandes mercados financeiros do resto do mundo.

2. O Banco Central do Brasil e o "estouro da boiada"

Por Luiz Fernando de Paula, Filipe Vieira e David Salomão

No Brasil, as implicações macroeconômicas da aprovação da independência do Banco Central do Brasil (BCB) e da Nova Lei Cambial vêm sendo pouco discutidas. Ambas as medidas foram aprovadas em 2021 e poderão impactar estruturalmente o sistema financeiro brasileiro.

É verdade que o governo federal tem tido problemas na aprovação de suas reformas no Congresso Nacional – como no caso da reforma tributária ou da reforma administrativa –, mas o mesmo não se pode dizer em relação à agenda do BCB.

Esta agenda acaba não gerando maiores controvérsias no Congresso, uma vez que não tem efeito direto sobre os interesses dos congressistas ou sobre sociedade como um todo, como no caso da reforma tributária. Contudo, ela não está isenta de riscos e poderá, inclusive, exacerbar riscos macroeconômicos e financeiros.

O debate acerca da independência dos bancos centrais (IBC) surgiu na década de 1970 como fruto da teoria monetarista, que entende a inflação como um fenômeno eminentemente monetário e resultante das políticas monetárias expansionistas.

Essa teoria conclui que as políticas monetárias só exercem impacto sobre a atividade econômica de forma transitória, pois após o aumento inicial do emprego decorrente de uma política expansionista, haveria um aumento de preços que esterilizaria os efeitos sobre a renda real. Desse modo, as políticas monetárias só afetam o nível de preços, e, portanto, os bancos centrais deveriam concentrar esforços apenas no objetivo da estabilidade de preços.

Decorre daí a ideia dos defensores da tese da IBC de que haveria um viés inflacionário na condução dessas instituições, movido por pressões políticas por parte dos governantes, que se beneficiariam dos efeitos transitórios sobre o nível de emprego e renda advindos de políticas monetárias expansionistas. A independência dos bancos centrais seria o caminho para que tal cenário de aceleração da inflação e instrumentalização política dos bancos centrais não ocorresse.

No Brasil, a retórica utilizada pelos defensores da IBC, via de regra, vem acompanhada da narrativa de que a condução da política monetária deve ser pautada por critérios estritamente técnicos, livres de ideologia e de politicagem, como se as outras visões fossem passionais e, portanto, equivocadas. Nas palavras do atual presidente do BCB, Roberto Campos Neto: "Com a autonomia do Banco Central, você desfaz o vínculo do ciclo político com o ciclo da política monetária". Neste aspecto há de se destacar que o próprio Milton Friedman tinha dúvidas acerca da capacidade da autoridade monetária se insular de interesses políticos.

Existem muitas controvérsias nesse referencial teórico. Até mesmo dentro do *mainstream* da economia já há compreensão de que os bancos centrais, por meio das políticas monetárias, podem afetar o lado real da economia, tanto agindo contraciclicamente, engendrando um processo de recuperação e aceleração da atividade econômica, bem como desempenhar um papel importante na estabilização do sistema financeiro. E, ainda, que para a política fiscal contracíclica ser eficaz no enfrentamento de recessões, ela precisa também ser coordenada com a política monetária.

Apesar das controvérsias, a lei de independência do BCB foi sancionada em fevereiro de 2021. A Lei Complementar nº 179, de 2021, retira do governo corrente o direito de nomear a diretoria do BCB nos dois primeiros anos de mandato – além de

consolidar a autonomia operacional que, na prática, já vigorava.

Tal regime pode causar problemas de descoordenação das políticas econômicas, por exemplo, no caso de o governo projetar uma política fiscal expansionista objetivando iniciar um processo de aceleração/recuperação econômica e, concomitantemente, o BCB aplicar uma política monetária contracionista, podendo fazer com que a política fiscal seja minada e não alcance seus objetivos.

Um governo democraticamente eleito pode ter sua agenda obstaculizada por uma autoridade monetária nomeada por um governo passado. A lei de independência do BCB tem um caráter antidemocrático, pois retira o poder de um presidente eleito utilizar o aparato institucional para fazer uma política monetária e cambial adequada à sua plataforma de governo.

Outra questão importante é que a norma elenca hierarquicamente a estabilidade de preços como objetivo primordial do BCB, relegando a promoção do pleno emprego e a estabilidade do sistema financeiro a um lugar secundário, na contramão de autoridades monetárias de outros países, como o Federal Reserve dos EUA, que persegue igualmente esses três objetivos.

Ademais, fora concedido um grave privilégio aos operadores da política monetária e cambial brasileira, a diretoria do BCB, que não mais estão passíveis de escrutínio administrativo e judicial referentes à condução das políticas. Agora, a exoneração dos ocupantes do alto escalão do BCB só pode ocorrer por graves e notórios casos de dolo à instituição e à economia.

Há ainda um aspecto contraditório na lei sancionada que diz respeito à relação dos dirigentes do BCB com o setor bancário-financeiro privado. Frequentemente os ocupantes da diretoria da instituição migram para o setor privado, a chamada “porta giratória”. Tal ocorrência não é exclusividade do Brasil, no entanto, a lei de independência do BCB não alterou o tempo de quarentena necessário, que é de seis meses, para que os ocupantes de cargos da alta hierarquia do BCB possam ocupar cargos no setor privado após a exoneração do cargo na esfera pública.

Pode-se discutir e argumentar contrariamente, tanto pela questão moral como pela pragmática, ao que essa situação impõe. Ainda, se considerarmos que a participação de atores privados na burocracia estatal é importante para condução de políticas mais eficazes, e que os ocupantes desses cargos desejem atuar de forma ética e em benefício da sociedade, é inescapável que essa relação gere vantagens para determinados grupos. Portanto, medidas que visem livrar a condução da autoridade

monetária de influências externas deveria também agir no sentido de blindar a instituição de interferências advindas do setor privado.

Já a Nova Lei Cambial foi aprovada pelo Congresso e sancionada no final de dezembro de 2021. O novo marco tem como objetivo simplificar as normas cambiais do país e ampliar as operações com divisas estrangeiras.

Dois aspectos principais merecem ser ressaltados. O primeiro diz respeito à autorização a instituições financeiras emprestarem dinheiro no exterior (em moeda estrangeira) com recursos oriundos do Brasil.

O segundo aspecto está relacionado à permissão de abertura e manutenção de contas em moeda estrangeira por parte de residentes no país, facultando ao BCB a possibilidade de autorizar a abertura de tais contas para pessoas físicas e jurídicas sem restrições.

A nova lei favorece, em tese, o uso do real em negócios internacionais ao permitir o envio ao exterior de ordens de pagamento de terceiros a partir de contas em reais mantidas no Brasil e com titularidade de bancos situados no exterior. Ela enseja o uso do real por correspondentes bancários em nível internacional e, assim, "promoveria" uma maior conversibilidade da moeda brasileira. Segundo avaliação do BCB, a medida reduziria os custos de captação de recursos – financiamento público e privado de residentes – e aprofundaria a integração financeira internacional.

O objetivo do novo marco, que se insere no contexto da Agenda BC#, baseia-se no princípio da livre movimentação de capitais e na simplificação nas operações no mercado de câmbio: acredita-se que a adoção dessas medidas iria favorecer o ambiente de negócios e fomentar o comércio exterior brasileiro e a atratividade do país a investimentos estrangeiros ao facilitar os fluxos de pagamentos comerciais e eliminar custos desnecessários nas transações cambiais.

O desenvolvimento e a diversificação do mercado de capitais são outros fatores abordados como potenciais consequências positivas, assim como os ganhos de eficiência no acesso ao mercado nacional pelos estrangeiros, com impactos positivos sobre a atração de capital estrangeiro em investimento direto e nos mercados financeiro e de capitais.

Ademais, sustenta-se que as bases do processo legal de conversibilidade internacional do real seriam fixadas ao simplificar seu uso, por exemplo, permitindo ordens de pagamentos a partir de contas em real no Brasil e a criação de contas tituladas por bancos do exterior.

Em que pese os potenciais efeitos positivos elencados pelos defensores do novo marco cambial, há alguns aspectos críticos na nova lei que merecem uma análise mais detida.

A permissão do endividamento de não-residentes em moeda brasileira pode contribuir para aumentar a vulnerabilidade externa do país, ao permitir a ampliação de apostas especulativas contra a moeda nacional em momentos de instabilidade macroeconômica. Nessas ocasiões, é possível haver um aumento na expectativa de depreciação cambial, retroalimentado por estrangeiros tomando empréstimos em reais com o objetivo de comprar dólares para especular contra a taxa de câmbio.

Já a abertura de contas em moeda estrangeira por parte de residentes no Brasil poderá resultar no uso crescente do dólar por parte

desses. Além disso, como os agentes passam a ter a faculdade de manter suas reservas livremente em moeda estrangeira, pode-se reforçar a possibilidade de especulação contra o real em períodos de maior incerteza, diminuindo assim a capacidade de ordenação do BCB no mercado cambial.

Importante destacar que o Brasil é um país que recorrentemente apresenta uma das maiores volatilidades da taxa de câmbio no mundo, o que gera problemas tanto para as decisões de investimento produtivo quanto para as políticas de estabilização de preços, dados os efeitos do repasse cambial sobre os preços domésticos. Com a nova lei cambial, essa volatilidade poderá ser exacerbada.

No limite o aumento da demanda por moeda estrangeira no Brasil poderá gerar uma tendência de dolarização da economia, levando a uma situação de instabilidade macroeconômica como vivida pela nossa vizinha Argentina, onde há uma forte preferência por dólares em momentos de crise.

Acrescente-se que nada garante que o real irá se tornar uma moeda internacionalmente conversível, ou seja, se torna uma moeda de transação e reserva de valor internacional.

Além da referida instabilidade macroeconômica não contribuir para este objetivo, isso dependeria de um conjunto mais amplo de fatores, como o próprio tamanho da economia, a intensidade dos fluxos de comércio internacional, a existência de um sistema financeiro mais profundo, além de outros fatores geopolíticos.

É possível que a nova lei possa aumentar as transações internacionais com o real, mas provavelmente aquelas ligadas a aplicações financeiras de curto prazo e especulativas, dado que temos uma moeda periférica no desempenho de suas funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor.

Desse modo, a inserção financeira internacional do Brasil será reforçada a partir do estímulo a uma demanda por ativos financeiros denominados em reais que servirão apenas como ativos de especulação.

Por fim, um aspecto importante da nova legislação cambial é que ela tira da alçada do Conselho Monetário Nacional (CMN) a definição de regras de como as contas internacionais passarão a funcionar, passando para o BCB essa prerrogativa. A autoridade monetária argumenta que não está em suas prioridades momentâneas a permissão para abertura de contas em moeda estrangeira no Brasil, mas a nova lei delega a ela essa decisão.

O problema aqui é que como o BCB se tornou formalmente independente, a sociedade brasileira, representada pelo executivo federal, não poderá ter controle direto sobre esse processo.

À guisa de síntese, pode-se afirmar que as novas normas relativas à independência do BCB e à legislação cambial representam um verdadeiro "estouro da boiada", com implicações importantes não percebidas do ponto de vista da redução da autonomia da política econômica no Brasil e da instabilidade financeira.

Elas poderão, inclusive, impor limites importantes para implementação de uma estratégia autônoma de desenvolvimento para o país, tão necessária face às crises que vêm assolando a economia brasileira.

3. Criptoativos: entre riscos e conquistas dos pequenos investidores

Por Leonardo Barifouse e Moisés Mizrahi

Já há algum tempo o mercado financeiro tem atraído cada vez mais os pequenos investidores, que buscam retornos mais rápidos e robustos para seus recursos.

Em 2021, o produto que mais atraiu o apetite desses investidores foi a "criptomoeda" Bitcoin, com a participação coadjuvante de outros criptoativos – muito em razão das frequentes notícias sobre períodos de explosão das cotações.

Em termos globais, o mercado das chamadas "criptomoedas" apresentou, em 2021, um crescimento explosivo, com enorme volatilidade dos preços ao longo do ano. Ao final do ano, a capitalização total das cerca de 16.500 "criptomoedas" existentes atingiu a marca dos US$ 2 trilhões, 60% dos quais representados pelos dois principais ativos: o Bitcoin (BTC) e o Ethereum (ETH).

Conforme levantamento feito pela gestora Hashdex, com base em dados da B3 e da CVM, o número de investidores em criptomoedas no Brasil (por meio de *exchange traded funds* e outros fundos de investimento) saltou de 30 mil em 2020 para 325 mil em setembro de 2021 – um aumento vertiginoso de 983%.

Já uma pesquisa com 576 indivíduos realizada pela Hashdex em conjunto com a FGV-SP apontou um perfil médio de investidor em criptomoedas mais jovem e mais tolerante a risco, além de possuir histórico recente: 50% começaram os investimentos em criptomoedas apenas em 2020 e 2021.

A expansão da base de investidores individuais tem se aproveitado não apenas das inovações em produtos financeiros, mas também dos desenvolvimentos tecnológicos, que permitem uma difusão maior de informações e um acesso facilitado às plataformas de negociação.

Contudo, mesmo neste contexto, o Bitcoin e os demais criptoativos têm sido cada vez mais procurados sem que o nível geral de conhecimento dos investidores acerca das peculiaridades dos produtos seja compatível com o aumento do volume de recursos investidos e com o risco associado.

Explicando-se de uma forma mais simplificada, os criptoativos funcionam sob protocolo de uma tecnologia de "registros distribuídos" (*distributed ledger technology* ou DLT, na sigla em inglês), processado por uma rede mundial de computadores que valida as informações das transações e as incluem num registro eletrônico descentralizado.

Na formatação específica do protocolo blockchain – mais conhecido por ser operado no Bitcoin –, as transações são armazenadas em blocos criptografados, componentes de uma cadeia de negociação organizada na sequência cronológica e, em certa medida, inalterável.

O acesso do grande público ocorreu por meio das chamadas *exchanges*, um misto de plataforma eletrônica de negociação (bolsa) e corretora. Tais agentes funcionam como uma interface (mais amigável) entre o investidor e o ambiente do protocolo do criptoativo.

Os índices de valorização mais expressivos, no entanto, estiveram relacionados a aplicações baseadas em Finanças Descentralizadas (DeFi, na sigla em inglês), para as quais se criou, ao longo do ano, uma expectativa de adoção mais imediata.

Dentro do universo das DeFi, as notícias relacionadas à comercialização de tokens não fungíveis (NFTs) surpreenderam pelos elevados valores alcançados e pela rápida popularização de seu uso.

Como é sabido, os tokens não-fungíveis constituem representações digitais de bens, físicos ou virtuais, registradas no blockchain por contratos inteligentes (*smart*

contracts), com a garantia de unicidade e indivisibilidade. Seu uso se estende desde a representação virtual de ativos do mundo real (como obras de arte, objetos colecionáveis, música, fotos, vídeos etc.) até itens digitais dentro do universo dos jogos, passando pela comercialização de "terrenos virtuais".

Segundo a empresa de pesquisas DappRadar, estima-se que as transações envolvendo NFTs tenham atingido entre US$ 15 bilhões e US$ 20 bilhões em 2021. Apenas a Open Sea, o maior *marketplace* de NFTs da web, negociou, nos últimos meses, uma média diária superior a US$ 200 milhões liquidados em Ethereum, principalmente com as coleções de arte Bored Ape e Mutant Ape, que mostram dezenas de milhares de figuras de um macaquinho como personagem nas mais variadas poses

Esta onda especulativa parece não ter refreado nem mesmo com a divulgação das falhas de segurança de alguns protocolos NFT, que geraram transferências não autorizadas de fundos e reproduções indevidas de ativos digitais.

Por sinal, o ano de 2021 mostrou a consolidação da rede Ethereum como a plataforma global mais adotada para o desenvolvimento de aplicações descentralizadas, tornando-se a base para o ecossistema de criptoativos.

Entretanto, seus problemas atuais de escalabilidade e altos custos de transação permitiram a ascensão de concorrentes, como a Polkadot (DOT), Solana (SOL), que representam, hoje, uma alternativa mais acessível aos desenvolvedores e que, se especula, constituirão, no futuro próximo, o conjunto de redes complementares ao Ethereum, que suportará todo o universo de soluções baseadas na tecnologia blockchain.

De qualquer forma, a inexistência de uma autoridade central, típica destes protocolos, e outras peculiaridades institucionais (como a concorrência de distintas jurisdições) e de arquitetura tecnológica (como o semianonimato) oferecem consideráveis desafios à regulação financeira desta nova fronteira de ativos.

Durante o ano de 2021, observaram-se posições muito díspares dos países com relação a seus ambientes regulatórios internos. A China, que, há dois anos apenas, era, de longe, a principal locação dos "mineradores", a sede das principais plataformas de negociação e o berço do maior número de projetos ligados a criptoativos, decidiu proibir toda e qualquer atividade envolvendo criptomoedas em seu território, alegando razões de ordem ideológica, econômica, ambiental e de segurança nacional. Em poucos meses, foram banidas todas as plataformas de negociação, fossem

elas centralizadas ou não, desativados todos os "*pools*" de mineração dentro do território nacional e proibido o uso das criptomoedas em qualquer tipo de pagamento pelos cidadãos chineses.

Oito países, da Ásia e da África, compartilham integramente a posição chinesa, ao passo que outros quarenta e dois (quase todas, nações periféricas) impuseram consideráveis restrições de ordem legal e tributária.

Em contrapartida, outros países, como os EUA, o Reino Unido, o Brasil e a maior parte da União Europeia entenderam que a criação de uma caracterização jurídica para os criptoativos e de um arcabouço regulatório para todas as atividades correlatas seria o melhor caminho para incorporar as incontáveis vantagens desta inovação tecnológica às suas economias.

Neste sentido, a primeira questão é a própria definição da natureza jurídica dos diferentes criptoativos: valores mobiliários, de forma a justificar o mandato regulatório dos reguladores desses papéis; moedas, a atrair o controle dos bancos centrais; ou até mesmo de ativos *sui generis*, a subtrair a supervisão destas autoridades.

Em seguida, haveria o problema de adequação do arcabouço regulatório já existente, por exemplo, para valores mobiliários, com a eventual necessidade de adaptações ou até de edição de regramento novo e específico.

A fim de suprir o que foi entendido como vácuo normativo no Brasil, o Poder Legislativo federal foi berço de diversas iniciativas parlamentares de regulamentação do mercado de criptoativos, na forma de projetos de lei tanto na Câmara de Deputados quanto no Senado Federal. Os projetos tratam de questões que vão desde a definição das entidades supervisoras até a tipificação de práticas delituosas.

No mês de dezembro, foi realizada mais uma audiência pública no Senado e o relator da matéria apresentou substitutivo com previsão de deliberação na Comissão de Assuntos Econômicos da Casa em fevereiro de 2022. Portanto, ainda se aguarda a aprovação de uma lei que venha a tratar deste novo mercado de forma apropriada, efetiva e extensiva no país.

Paralelamente, no fim do ano de 2021, foram aprovados projetos de tokens digitais no âmbito dos *sandboxes* regulatórios das autoridades do Brasil.

Em setembro e dezembro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) admitiu três projetos de tokenização em blockchain, os quais ainda precisam da aprovação de documentos para seu funcionamento operacional.

Em novembro, o BCB aprovou diferentes projetos para emissão de tokens em blockchain no âmbito do sistema financeiro. As iniciativas incluem o registro e a liquidação de transações de *tokens* de títulos de dívida privada.

Em que pese a preocupação mais recente das autoridades regulatórias, a fragilidade dos pequenos investidores frente à especulação financeira dos criptoativos ficou ainda mais flagrante quando, em agosto de 2021, a Operação Kryptos da Polícia Federal e do Ministério Público Federal acusou o chamado "faraó dos Bitcoins" de liderar um esquema de pirâmide financeira sediado em Cabo Frio, no estado do Rio de Janeiro, que chegou a atrair 67 mil clientes.

Estima-se que os supostos investimentos em Bitcoins tenham movimentado R$ 38 bilhões em seis anos – dos quais, metade só nos 12 meses anteriores à operação –, sob a promessa de lucros mensais "garantidos" de

10%. Os investidores, agora, tentam recuperar seus recursos por meio de quase 300 processos judiciais, visto que, até o momento, só foram apreendidos em torno de R$ 200 milhões.

Além das transações diretas em criptoativos, os pequenos investidores, em 2021, tiveram acesso, pela primeira vez, a ETFs que utilizam a cotação de criptoativos como índices de referência. Trata-se de uma alternativa mais amigável a este perfil de investidores, pois prescinde da operação com exchanges e com chaves privadas e suas cotas podem ser negociadas como as dos outros fundos já amplamente conhecidos no mercado.

Em abril, começaram a ser oferecidas, na B3 (com aprovação da CVM), cotas do fundo HASH11, o primeiro ETF de criptomoedas do mundo, que também alcançou o papel inaugural em nosso país. Este fundo busca acompanhar o Nasdaq Crypto Index (NCI), composto por diferentes criptomoedas (Bitcoin, Ethereum, Chainlink, Litecoin, entre outras). Com R$ 1,6 bilhão de patrimônio líquido no final de 2021, o HASH11 conta com aproximadamente 64% de investidores pessoas físicas residentes ou domiciliadas no Brasil.

Em junho, foi listado o primeiro ETF com 100% de exposição ao Bitcoin (QBTC11), através do índice de contratos futuros CME CF Bitcoin Reference Rate, que foi acompanhado, em agosto, pelo primeiro ETF com 100% de exposição ao Ethereum (QETH11), da mesma gestora, com base no índice de contratos futuros CME CF Ether Reference Rate. Atualmente, tais fundos contam com patrimônio líquido de R$ 204,6 milhões e R$ 153,7 milhões, respectivamente.

Outra tendência observada em 2021 foi a movimentação dos bancos centrais no sentido de criarem suas próprias moedas digitais, visando a manter seu poder de controle da base monetária e aumentar sua capacidade de fornecer novos e confiáveis meios de pagamento num mundo que caminha para a completa digitalização da moeda.

As moedas digitais dos bancos centrais, que serão discutidas em detalhe no próximo artigo da **Retrospectiva 2021**, vêm para inibir o crescimento descontrolado das "moedas" digitais estáveis (*stable coins*) privadas, usadas para dar maior estabilidade às cotações dos criptoativos, mas que não possuem qualquer tipo de regulação ou supervisão externa.

No Brasil, o real digital virá complementar a história de sucesso do PIX, que teve o mérito de incluir no sistema financeiro, em poucos meses, uma grande parcela da população não-bancarizada com um custo mínimo. O foco da iniciativa, porém, é fomentar inovações no sistema financeiro brasileiro que passem pelo uso de contratos inteligentes, DeFi e novos modelos de negócios digitais.

Para 2022, a perspectiva é que os investimentos em criptoativos continuem em crescimento, por conta do histórico recente de valorização e dos esforços de sua popularização, que incluem, por exemplo, campanhas publicitárias com celebridades em meios de comunicação de massa. As iniciativas regulatórias serão também fundamentais para determinar as possibilidades de expansão desses mercados, mas chama a atenção a dificuldade de formular projeções mais consistentes, diante da ausência de um histórico mais longo do mercado específico, do lançamento constante de novos e variados criptoativos e do impacto de grandes *players* em movimentos altamente especulativos (como o caso da volatilidade gerada pelas negociações de Elon Musk).

4. O novo mundo das moedas digitais poderá afetar a supremacia do dólar?

Por Caroline Miaguti

A crescente digitalização dos mercados financeiros e dos sistemas de pagamentos é um dos grandes desafios enfrentados atualmente pelos bancos centrais.

Uma das respostas das autoridades monetárias a esses desafios vem sendo as iniciativas para o lançamento de suas próprias moedas digitais – *central bank digital currencies* (CBDCs) ou, em português, moedas digitais dos bancos centrais (MDBCs). Em 2021, as autoridades monetárias de 81 países, que representam 90% da economia global, relataram estar envolvidas em projetos do tipo.

As inovações digitais em curso prometem elevados ganhos de eficiência, mas, ao mesmo tempo, trazem consigo novos riscos, inclusive, de natureza geopolítica. Em 2021, o governo dos EUA começou a deixar mais clara sua estratégia para a manutenção da supremacia do dólar no novo mundo digital. De forma surpreendente, as indicações são de que o foco dos americanos irá se concentrar na emissão de moedas digitais pelos bancos comerciais e não pelo seu banco central, como no resto do mundo.

Atualmente, os bancos centrais são responsáveis pela emissão de dois tipos de moeda: as reservas bancárias e o papel moeda. As reservas são contas digitais que as instituições financeiras mantêm junto à autoridade monetária e que são utilizadas na liquidação de transações de *atacado* entre instituições financeiras e entre estas e o banco central. O papel moeda, por sua vez, tem existência física, é acessível ao público em geral e, juntamente com os depósitos à vista emitidos pelos bancos comerciais, é utilizado nas transações de *varejo*. As reservas e o papel moeda são os ativos mais seguros do sistema financeiro, uma vez que são passivos da autoridade monetária, não estão sujeitos a risco de crédito.

A CBDC é uma nova forma de moeda emitida pela autoridade monetária. Sua especificidade é ser emitida e circular fazendo uso das tecnologias digitais que foram desenvolvidas na última década e deram base a inúmeras moedas digitais privadas, como o Bitcoin.

A rápida evolução tecnológica nos campos da informação e comunicação, com a emergência e a disseminação da tecnologia de registros compartilhados (*distributed ledger technology*, ou DLT) e da blockchain, propiciou a criação de criptoativos e de novos arranjos financeiros descentralizados, que estão se multiplicando em todo o mundo.

Neste cenário, os bancos centrais e reguladores precisam responder ao desafio dos criptoativos privados, em especial, as *stablecoins*. As "moedas estáveis" são meios de pagamento digitais e privados que buscam evitar a volatilidade do seu valor por meio do lastro em ativos públicos e estáveis. Comumente, têm como lastro moedas fiduciárias, refletindo a preferência do público de fazer suas transações e seus pagamentos com moedas soberanas. A questão da alta volatilidade de preços de "criptomoedas" como o Bitcoin, tenta ser contornada por essa solução, que, ao menos em teoria, removeria um dos maiores impeditivos para sua adoção como meio de pagamento privado nas transações digitais. Ademais, na ausência de um dólar digital, ou de outras moedas soberanas digitais, as *stablecoins* seriam um meio privado de conectar as estruturas de pagamentos descentralizadas (DLT) e as moedas fiduciárias.

O crescimento das *stablecoins* tem sido exponencial desde meados de 2020. No final de 2021, o valor das principais *stablecoins* em circulação foi superior a US$ 120 bilhões, apresentando um crescimento anual de

500% em relação aos doze meses anteriores. No Brasil, os dados da Receita Federal revelam que os brasileiros transacionaram R$ 71,3 bilhões em *stablecoins* em 2021 – três vezes o valor observado em 2020.

Esse crescimento vem acompanhado de riscos à estabilidade financeira e aos detentores, uma vez que os emissores não são regulados ou supervisionados e não há transparência ou garantia em relação aos ativos que conferem o "suposto" lastro aos criptoativos. Os arranjos de *stablecoins* diferem no grau de risco de seus ativos de reserva, que variam desde depósitos à vista em bancos comerciais e títulos do tesouro americano, até ativos mais arriscados, como títulos de dívida privada e outros ativos digitais.

Em setembro de 2021, o Bank Policy Institution, *think tank* que representa os principais bancos americanos, sinalizou que a emissão do dólar digital como resposta às *stablecoins* colocaria em risco o atual sistema de reserva fracionária e o papel das instituições financeiras. Para o Instituto, a melhor (única) estratégia para manter a atual supremacia do sistema financeiro dos EUA seria promover um arranjo em que os bancos privados emitissem *stablecoins* pari passu à emissão de depósitos bancários.

O J.P. Morgan lançou, em 2020, a primeira stablecoin bancária – a JP Coin. Desde então, vem conduzindo testes para o uso do criptoativo no ecossistema financeiro, e inclusive, foi um dos projetos selecionados no *sandbox* regulatório do Banco Central do Brasil.

Em novembro, as agências reguladoras americanas Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e Office of the Comptroller of the Currency (OCC) publicaram um relatório sobre a regulação de *stablecoins* frente aos riscos prudenciais. O documento recomenda que as entidades emissoras de *stablecoins* se registrem como instituições financeiras, sujeitando-se à regulação e supervisão.

A atuação regulatória dos americanos visa a garantir que não haja espaço para arbitragem regulatória. Abre as portas também para a entrada dos bancos americanos no mercado bilionário das *stablecoins* lastreadas em dólares. Especialmente, pois esse mercado vem crescendo de forma consistente, como discutido no artigo anterior desta **Retrospectiva**, e, possivelmente, continuará a crescer à medida que a indústria financeira avance na tokenização dos ativos por meio de blockchains e DLT.

Em outros países, os bancos centrais têm conduzido experimentos com a emissão de CBDCs para transações entre instituições financeiras e com o público em geral. As transações no atacado recebem, por ora, maior atenção, pois o diagnóstico é que o avanço na tokenização de ativos e valores mobiliários pode gerar uma demanda por um meio de pagamento digital que possibilite a liquidação dos ativos diretamente na blockchain.

No Brasil, o BCB promoveu uma série de seminários sobre o real digital para dialogar com a sociedade e abriu uma chamada especial de projetos de inovação vinculados ao real digital, por meio do Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (Lift).

O sistema de pagamentos brasileiro é moderno e sofisticado, tanto no nível do atacado, como no varejo – inclusive, com alguns especialistas considerando que, na prática, o arranjo do Pix pode ser compreendido como uma MDBC sintética. Consequentemente, o real digital deverá depender diretamente da aplicação de novas tecnologias, como a de contratos inteligentes (*smart contracts*), e o desenvolvimento de

novas soluções financeiras em um ambiente de finanças descentralizadas (DeFi).

As várias respostas oferecidas pelas autoridades monetárias sugerem que é pouco provável – senão impossível – que as moedas estáveis se convertam em uma ameaça à soberania dos Estados na emissão de moeda. Pode-se até imaginar um cenário em que a moeda fiduciária perderia, passo a passo, a função de âncora do sistema, reduzindo a eficácia das políticas monetárias e colocando em risco a estabilidade financeira. Porém a chance desse cenário se concretizar é mínima, pois poder e dinheiro não podem ser desassociados.

Considerada a posição dos EUA no sistema monetário internacional, a solução oferecida por esse país deverá servir de parâmetro para a atuação dos bancos centrais. No início de 2022 o Federal Reserve abriu oficialmente as discussões sobre o dólar digital. Embora tardia, a manifestação deixa claro que é necessária uma resposta rápida via regulação e que as instituições financeiras privadas terão um papel central no arranjo americano.

5. Desafios de 2021 levam famílias a recorrerem a créditos de pior qualidade

Por Paula Sarno

Os indicadores agregados que são usualmente utilizados para debater a trajetória de endividamento das famílias no Brasil demonstram claro aprofundamento desse processo ao longo da pandemia. A participação no PIB do crédito concedido a pessoas físicas cresceu de 27% em dezembro de 2019 para cerca de 31% em novembro de 2021, maior valor da série histórica.

A relação entre o endividamento e a renda das famílias nos últimos 12 meses subiu de 42%, em dezembro de 2019, para aproximadamente 50%, em setembro de 2021 – último dado disponível –, um recorde para o indicador. Já o comprometimento da renda subiu de 24% para 27% no mesmo período, registrando também o maior valor da série histórica.

A questão é mais preocupante porque obviamente não se trata de uma expansão do crédito em meio a um processo de aceleração do crescimento econômico; pelo contrário. Mas, então, por que cresceu o crédito nesse contexto? E o que determina a dinâmica distinta observada nas diferentes modalidades existentes? Buscando essas respostas, o texto irá analisar os dados mais recentes disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Temos a seguinte ordem das categorias na carteira de crédito às famílias, conforme sua relevância: habitacional, consignado, rural, cartão de crédito, empréstimos sem consignação em folha, veículos, e outros créditos. A distribuição entre esses diferentes grupos na carteira total do crédito para pessoa física não sofreu grandes alterações ao longo dos últimos anos. Entretanto, isso não significa que não houve mudanças importantes no comportamento desses segmentos no período 2020-1; elas ocorreram.

A estabilidade na distribuição das diferentes modalidades resultou de um crescimento importante nos grandes grupos, como habitação e consignado, que foi, contudo, acompanhado de um crescimento ainda mais significativo nas modalidades com menor participação, em especial, cartão de crédito, crédito sem consignação e crédito rural, especialmente em 2021 (Gráfico 1).

Em relação ao crédito habitacional, é possível verificar uma clara aceleração da taxa de crescimento, que sai de 6,9%, em 2019, para 12%, em 2020 e se mantem em torno desse valor em 2021. É um resultado nada desprezível, uma vez que essa modalidade é a mais expressiva na carteira do segmento pessoa física, com um saldo de R$ 802 bilhões em outubro de 2021, o que representava pouco mais de 30% da carteira total.

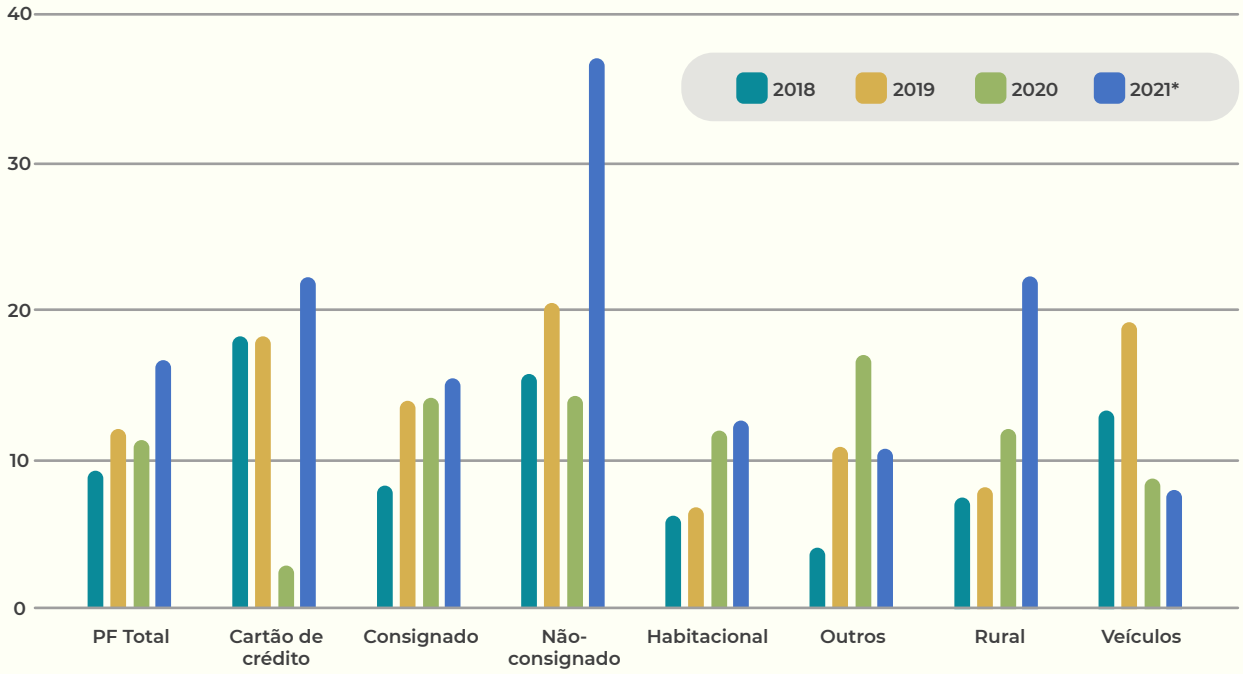
Para isso contribuiu, pelo lado da demanda, a convivência no período com taxas de juros mais baixas, que reduziram o valor das prestações e ampliaram o universo das famílias habilitadas ao crédito.

Do lado da oferta, algumas mudanças regulatórias estimularam a concessão de crédito pelos bancos financiadores.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) modificou as exigências quanto à utilização dos recursos da caderneta de poupança, retirando a obrigatoriedade existente para direcionamento dos recursos ao Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Antes dessa regra, dos 65% dos recursos captados com depósitos de poupança que deviam ser direcionados ao financiamento imobiliário, um percentual de 80% deveria ocorrer via SFH. No entanto, a partir da nova norma, as instituições financeiras não precisam mais emprestar via SFH, exigindo-se apenas que os recursos sejam direcionados a financiamentos imobiliários residenciais. Com isso, podem ser utilizadas totalmente

Gráfico 1. Saldos de crédito por modalidade - taxa de crescimento anual (%) - 2018-21



Fonte: SCR.Data, BCB. *Outubro.

em operações do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), outra via, fora do SFH.

Para as instituições financeiras a mudança trouxe a possibilidade de buscarem remunerações mais altas, na forma de expansão dos empréstimos concedidos pelo SFI, que não estão vinculados aos limites de taxas impostos no SFH.

Adicionalmente, ampliou-se o teto para o valor de avaliação dos imóveis que poderão ser enquadrados e fazer uso do FGTS. O limite saiu de R$ 800 mil para R$ 1,5 milhão, possibilitando uma maior participação das classes com poder aquisitivo mais alto.

Para além da discussão sobre os efeitos dessas medidas para a completa desestruturação do SFH na forma como foi concebido, acreditamos que tais mudanças ampliaram de imediato o interesse dos ofertantes e dos demandantes de crédito. E, também, a partir desse conjunto de fatores, é possível explicar por que foi possível observar no período um crescimento nos saldos do crédito imobiliário em praticamente todas as faixas salariais.

No caso do crédito consignado em folha, a taxa de crescimento anual se manteve em torno de 14% em todo o período analisado. Foi também um crescimento nada desprezível, visto que essa modalidade é a segunda mais representativa da carteira de crédito das pessoas físicas, com R$ 505 bilhões em outubro de 2021, ou 19% do total da carteira.

A fonte mais barata de crédito livre às famílias ganhou impulso na pandemia a partir de uma mudança regulatória que aumentou, até o final de 2021, a margem do crédito consignado de 35% para 40%. O estímulo teve impactos principalmente a partir do final de 2020, em especial, na demanda de crédito

consignado por parte dos aposentados e pensionistas do INSS, que concentram os devedores que recebem até dois salários-mínimos e cujo comprometimento da renda com dívida se encontra próximo aos limites de consignação. Tal crescimento, porém, perdeu fôlego no segundo semestre de 2021, demonstrando certo esgotamento do impulso dado pela ampliação do limite.

Também pode-se observar o forte crescimento em 2020 da participação da carteira do crédito não consignado associado à recomposição de dívidas. Essa modalidade foi estimulada também por mudanças regulatórias, que visavam a mitigar a inadimplência. Os dados do BCB revelam que cerca de ¼ da carteira de crédito à pessoa física foi renegociada.

Em 2021 o segmento que mais cresceu foi o crédito pessoal não consignado, um dos mais caros às famílias. Até outubro, último dado disponível, as operações dessa modalidade haviam crescido 37% em relação a dezembro de 2020.

Em relação às operações de cartão de crédito, as diferentes submodalidades – à vista, rotativo e parcelado – apresentaram comportamentos distintos no período. De acordo com o Gráfico 2, observa-se as elevadas taxas de crescimento real mensal das concessões relativas a cartão de crédito à vista a partir de maio de 2020. Isso pode ser explicado pelo enorme crescimento de realização de compras pela internet no início da pandemia, num contexto de baixa circulação de pessoas. Já em 2021, o crescimento das concessões nessa modalidade é mais tímido, o que pode também ser associado à disseminação de outros meios de pagamentos digitais. Em especial, com o grande sucesso e a crescente difusão do Pix, sistema de pagamentos instantâneo, implantado pelo BCB no final de 2019, as pessoas passaram a recorrer não só ao cartão de crédito, mas também às facilidades de realizar transações virtuais via Pix.

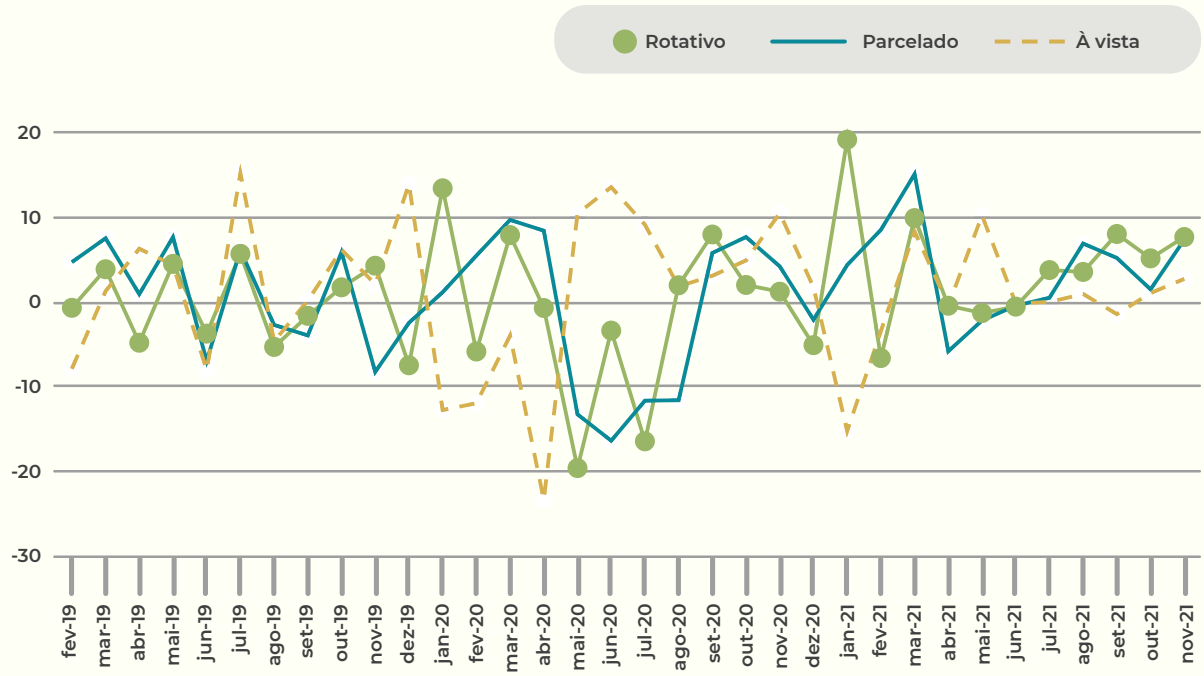
No caso do cartão de crédito rotativo e parcelado, que cobram taxas altas, a demanda pode ser associada a um uso emergencial por parte das famílias. Nota-se que o rotativo é a modalidade que cobra as taxas mais altas do mercado. De forma distinta da observada para o cartão de crédito à vista, as concessões desses dois segmentos apresentaram uma queda entre junho e agosto de 2020. Tal comportamento pode ser explicado pela liberação dos recursos relativos à primeira fase do auxílio emergencial. Mas já a partir de setembro de 2020, verificam-se taxas positivas de crescimento, que vigoram até o final de 2020. O mesmo comportamento pode ser observado ao longo do segundo semestre de 2021, quando a segunda fase de pagamento do auxílio é interrompida.

O cartão de crédito parcelado acompanha o movimento verificado nas concessões do rotativo, com taxas de crescimento positivas nos segundos semestres de 2020 e 2021 (Gráfico 2).

Além da expansão do crédito às pessoas físicas em 2020 e 2021, chama a atenção o comportamento dos créditos em atraso. Depois de uma subida abrupta no início de 2020, a inadimplência (atraso superior a 90 dias) passa, a partir do 2º trimestre de 2020, a se reduzir (Gráfico 3).

Entendemos que concorreram para esse resultado uma série de fatores. Primeiramente, o auxílio emergencial reduziu a demanda pelo crédito de pior qualidade. Em segundo lugar, houve um intenso processo de renegociações das dívidas (¼ da carteira). Em terceiro lugar, os bancos favoreceram a expansão do crédito consignado, empréstimos cujas parcelas

Gráfico 2. Concessões das modalidades de cartão de crédito - taxa de cresc. real mensal (%) - 2019-21



Fonte: BCB.

são descontadas diretamente da folha de pagamento e que detém as menores taxas de inadimplência. E, por fim, o nível histórico mais baixo da taxa Selic, que apesar da repercussão limitada sobre o custo do crédito concedido à pessoa física, parece ter tido repercussões positivas importantes no crédito habitacional.

Porém, para o ano de 2021, a situação já começou a se modificar. Muito embora para o resultado do total da carteira verifica-se certa estabilidade da trajetória de inadimplência, para algumas modalidades já é possível encontrar sinais de aumento do nível de inadimplência. Esse resultado é ditado pelo segmento que agrega as modalidades de cartão de crédito, seguramente pela influência do crescimento na carteira das operações de cartão de crédito rotativo e parcelado, que apresentam níveis de inadimplência mais elevados.

Adicionalmente, no segundo semestre de 2021, ocorre uma mudança na composição das concessões de crédito às famílias com recursos livres: as concessões de créditos de alto custo (rotativo, parcelado, cheque especial e pessoal sem consignação) passam a crescer, enquanto as concessões de créditos de baixo custo (consignado, financiamento de veículos e de outros bens e arrendamento mercantil) apresentam trajetória de queda.

Essa é uma caraterística importante do final do segundo ano da pandemia, que deve trazer repercussões negativas sobre a fragilidade financeira das famílias e, portanto, sobre os índices de inadimplência futuros.

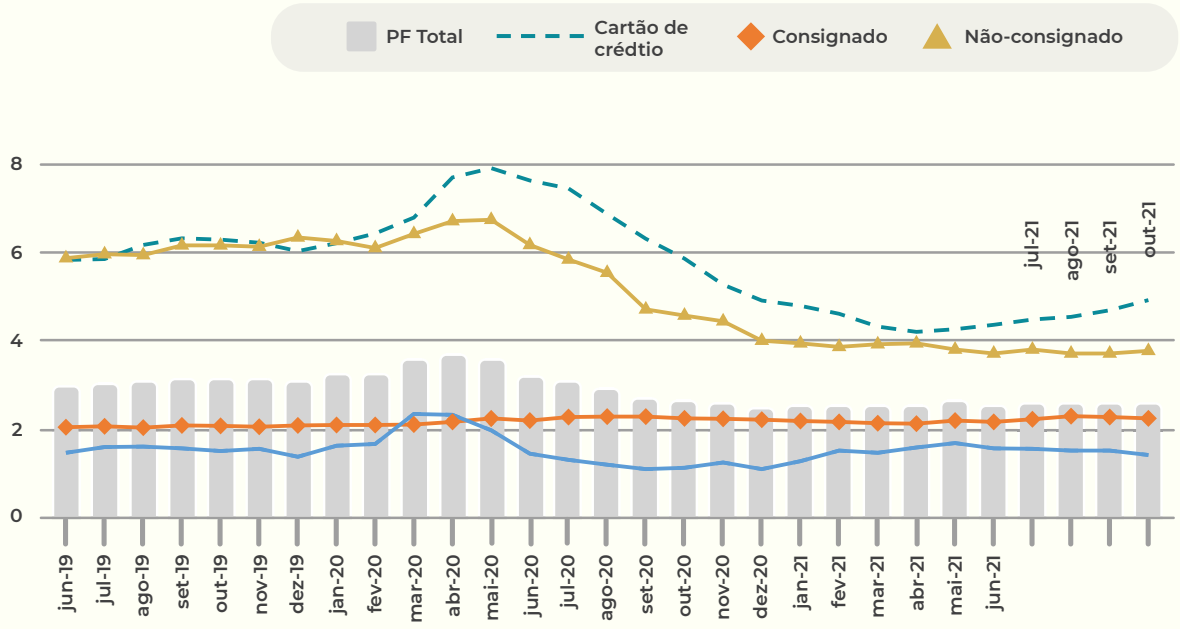
Ainda, a inflexão da trajetória da taxa de juros, que se eleva desde início de 2021, aumentou o peso do serviço da dívida no orçamento familiar. Soma-se a isso as cobranças das parcelas que haviam sido suspensas ou

reduzidas em decorrência das repactuações e renegociações. Ademais, os processos de renegociação de dívidas também não têm o mesmo dinamismo do ano anterior. Assim, todos esses fatores contribuem, de maneira decisiva, para formar um quadro totalmente distinto do que vigorava em 2020.

Para pintar um cenário ainda menos animador, vale destacar o aprofundamento da precarização no mercado de trabalho, o elevado desemprego, a queda na renda e a perda do poder aquisitivo da população em decorrência do aumento dos preços de produtos básicos.

As famílias irão, cada vez mais, encontrar dificuldades em honrar os pagamentos decorrentes das dívidas contratadas. Ao mesmo tempo, no caso das famílias de renda mais baixa, haverá a necessidade de buscar recursos que atendam às demandas mais emergenciais de sobrevivência. O risco que elas correm é de se exporem a empréstimos de má qualidade, que, progressivamente, poderão leva-las ao superendividamento e, assim, reforçar sua condição de privação e o abismo social brasileiro.

Gráfico 3. Inadimplência por modalidade de crédito à pessoa física (%) - 2019-21



Fonte: SCR.Data, BCB.

6. Assimetrias na fragilidade das grandes empresas e das MPMEs trarão novos desafios às autoridades brasileiras

Por Lucas Póvoa e Norberto Montani Martins

Os efeitos econômicos da pandemia foram muito assimétricos. Notícias sobre o elevado desemprego e o retorno da insegurança alimentar da população brasileira contrastam, por exemplo, com reportagens sobre o aumento do número de bilionários no país e a ampliação da riqueza de uma elite restrita.

Discutiu-se amplamente qual seria o formato da recuperação após o período de maior turbulência – se em V, W ou K. O K, no caso, representa a discrepância entre os agentes econômicos mais abastados e os agentes menos favorecidos. Enquanto os primeiros tenderiam a ver uma rápida recuperação de sua renda e riqueza, os últimos iriam ingressar num longo período de penúria. Seria esse o caso da economia brasileira?

Independentemente da letra do alfabeto usada, é possível constatar que a assimetria do impacto da crise da covid-19 não se restringiu às famílias e aos indivíduos. As empresas do setor real também vivenciaram situações muito díspares.

Normalmente, espera-se que uma crise gere pressões sobre os fluxos de caixa e os balanços das firmas. Com receitas em queda, faz-se necessário ajustar as despesas, sob pena de uma empresa não conseguir honrar suas obrigações. E, vale chamar atenção, isso envolve tanto despesas financeiras, relativas a empréstimos etc., quanto despesas operacionais, como com a folha de pagamento – daí o elevado número de desempregados. Em qualquer cenário, espera-se que, após um choque negativo inicial, as firmas estejam financeiramente mais frágeis, o que se torna um importante mecanismo de propagação da recessão. Além disso, as crises vêm acompanhadas de um grande número de falências e de negócios fechando as portas.

O que ocorreu no Brasil em 2020 e 2021 coloca em xeque algumas dessas conjecturas. Sim, o impacto do choque inicial da pandemia, em março-abril de 2020, quando pouquíssimo se sabia sobre a doença, pressionou de forma intensa o caixa das empresas. As grandes firmas conseguiram recompor muito rapidamente seu caixa tomando novos empréstimos ou renegociando suas obrigações financeiras. As micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) não tiveram a mesma sorte, num primeiro momento, mas depois foram atendidas pelos fundos garantidores, como discutiremos adiante.

Em determinado momento, a situação parecia bem grave. O IBGE, na pesquisa experimental Pulso-Empresa, registrou que 1,3 milhão de firmas havia fechado as portas, de maneira temporária ou definitiva. Dessas, 522 mil atribuíam à pandemia a razão para interromperem as atividades. Contudo, segundo dados do Serasa Experian, somente 690 falências foram decretadas em 2020 e 1.179 processos de recuperação judicial requeridos. A título de comparação, os mesmos indicadores em 2019 registraram os valores de 919 e 1.387, respectivamente. Em 2021, foram 622 falências e 891 pedidos de recuperação.

Obviamente, no caso brasileiro, há uma franja de empresas que não são captadas nos dados oficiais – o elevado volume de desempregados responde à dinâmica das empresas menores, que são as que mais empregam no país. Mas eles sugerem que, a despeito de um eventual aumento da fragilidade financeira, as firmas brasileiras, bem ou mal, mantiveram suas portas abertas.

Além disso, o mercado de crédito registrou um fenômeno interessante: a inadimplência das operações de crédito a pessoas jurídicas (transações com atraso superior a 90 dias),

que em dezembro de 2019 era de 2,1%, caiu para 1,2% em 2020 e subiu muito timidamente em 2021, para 1,4%.

Ora, se não há aumento do número de falências e se as pessoas jurídicas estão pagando seus empréstimos em dia, como pode a fragilidade financeira ter aumentado? Esse aparente enigma pode ser explicado por um conjunto de fatores, que abarca as flexibilizações regulatórias adotadas durante a pandemia e as ações de política levadas a cabo pelas autoridades brasileiras.

O impacto da pandemia na receita das empresas levou muitas delas a usarem incialmente suas reservas e a, somente num segundo momento, buscarem financiamento. Porém, essas reservas se esgotaram. Aí que as políticas públicas de garantia se tornaram essenciais para a sobrevivência das empresas não financeiras. As MPMEs foram as que mais sofreram com a pandemia, inclusive, com a falta de adoção de medidas financeiras tempestivas para contornar os efeitos da crise.

Quando os primeiros programas de apoio foram apresentados, com destaque para o Programa de Suporte aos Empregos (PESE), sua adoção era lenta, o volume de recursos era baixo, ou eram mal formulados. Após a constatação dos problemas da estratégia inicial, apostou-se, então, na estruturação – na verdade, na reestruturação – de fundos de garantia focados em lidar com os problemas das MPMEs.

Por exemplo, o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), que utilizava o Fundo Garantidor de Operações (FGO), operacionalizado pelo Banco do Brasil, passou a vigorar em maio de 2020. Em junho de 2021, tornou-se uma política creditícia com dotação de recursos permanente, tamanho seu sucesso.

A proposta do Pronampe foi fortalecer os menores negócios, por meio da concessão de garantia, reduzindo o risco de inadimplência para as instituições financeiras que realizam os empréstimos. Sem a cobertura das garantias do fundo, os tomadores muito provavelmente não teriam o mesmo acesso ao crédito. Ademais, as condições especiais das operações, com prazos de carência mais largos e taxas de juros mais baixas que a média do mercado, tornaram este um importante instrumento para que as empresas mantivessem as portas abertas.

Segundo os últimos dados disponíveis, de outubro de 2021, mais de 300 mil empreendedores usaram o Programa. As microempresas responderam por 56% dos contratos e 26% do valor financiado, cuja soma total superou o valor de R$ 25 bilhões.

O Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (Peac), lançado em junho de 2020, com base no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI), gerido pelo BNDES), foi também um instrumento exitoso. Segundo os dados mais recentes, o Programa, que também contou com condições especiais, apoiou 114,4 mil empresas e financiou R$ 92,1 bilhões em operações.

Assim, o suporte desses fundos conseguiu dilatar os prazos das obrigações financeiras das empresas de menor porte e oferecer recursos em condições que permitiram atenuar os impactos negativos dos períodos de confinamento e da recessão.

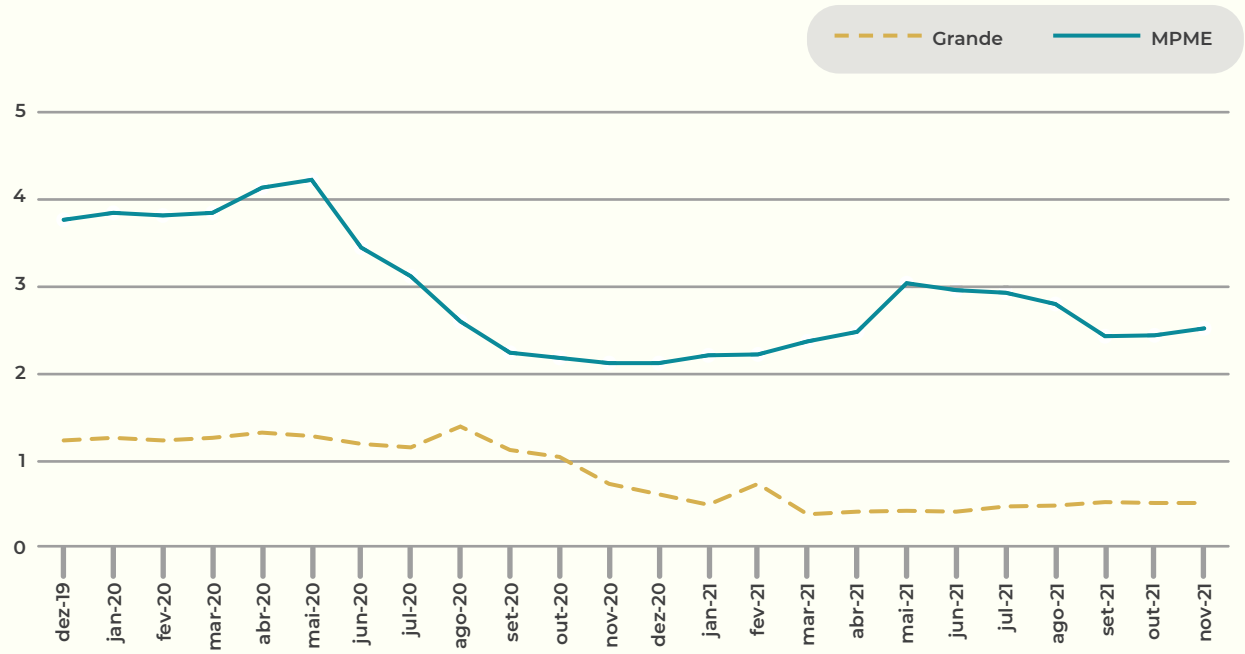
Contudo, a dotação de recursos para os Programas foi fortemente impactada pelo ajuste fiscal promovido em 2021. Em 2020, o governo federal havia dispendido R$ 58,1

bilhões em cotas dos fundos garantidores de operações de crédito. Em 2021, até novembro, o valor foi somente de R$ 5 bilhões.

Parte dos recursos poderá ser reutilizada como garantia, uma vez que as parcelas dos empréstimos sejam honradas, mas o forte impacto inicial dificilmente será reproduzido. E, cabe lembrar, os períodos de carência já foram ultrapassados e a taxa Selic subiu significativamente. Os impactos sobre a inadimplência ainda são tímidos – houve um aumento de 2,1% do indicador, em dezembro de 2020, para 3,0, em maio de 2021, mas desde então a inadimplência das MPMEs recuou (Gráfico 4).

As perspectivas parecem ainda menos alvissareiras, quando se leva em conta que a atividade econômica pouco deve responder em 2022. Soma-se a isso o fato de que uma pesquisa do Sebrae e da FGV apontou que,

Gráfico 4. Inadimplência da carteira de crédito por porte da empresa (%) - 2019-21



Fonte: BCB.

no primeiro semestre de 2021, 52% das micro e pequenas empresas não dispunham mais de reservas financeiras – com 12% destas firmas enfrentando dificuldades para quitar suas contas em dia. Logo, um cenário que combine uma maior letargia econômica com uma maior fragilidade financeira das MPMEs pode vir a se concretizar em 2022.

Por outro lado, as empresas de grande porte não parecem enfrentar maiores dificuldades para honrar suas obrigações. Durante boa parte de 2021, a inadimplência atingiu um dos menores valores da série histórica: 0,4% (Gráfico 4).

Com efeito, os indicadores financeiros das empresas de capital aberto vêm indicando

um cenário bem distinto para essas firmas (Gráfico 5).

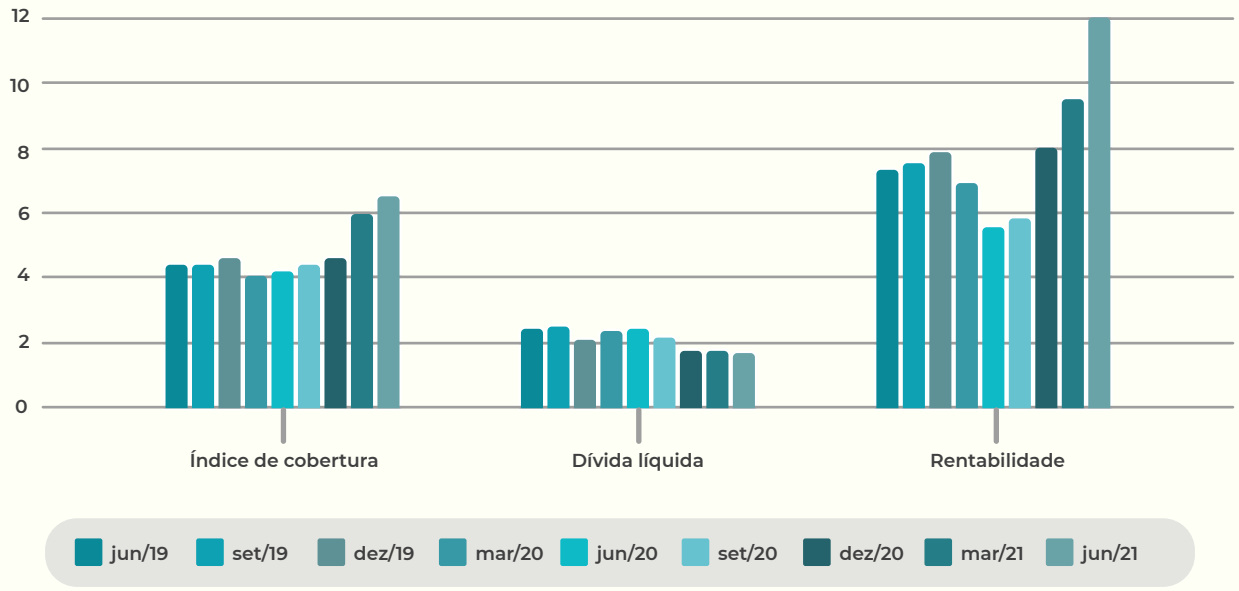
O índice de cobertura de juros, que mede a capacidade de honrar o serviço da dívida, saiu de 4,0, no início de 2020, para 6,5, em meados de 2021. A razão entre dívida líquida e o caixa gerado, medido pelo Ebitda, se reduziu de 2,4 para 1,7 no mesmo período. Por fim, a rentabilidade média saltou de 5,5% no segundo trimestre de 2020 para 12,0% no segundo trimestre de 2021.

Com isso, pode-se afirmar que a situação das grandes empresas em termos de fragilidade financeira está até melhor do que antes da crise. Alguns fatores levantados no artigo que abre esta **Retrospectiva**, em especial, o ambiente menos favorável para emissões no mercado de capitais, podem fazer com que as empresas não-financeiras queimem seu caixa e sua liquidez nos próximos meses, mas a situação parece ser relativamente confortável.

Portanto, os dados aqui analisados parecem confirmar a ideia de que há uma assimetria, ou um abismo, em termos dos impactos da pandemia sobre as grandes firmas e as MPMEs. Os processos de fragilização financeira tomaram rumos muito distintos nesses dois grupos e, inclusive, podem ter percorridos caminhos diferentes setorialmente – o que foge ao escopo da nossa análise.

Por fim, vale ressaltar que a situação das MPMEs demandará atenção e novas políticas por parte do governo brasileiro. Do ponto de vista das soluções privadas, vale também observar as *fintechs* de crédito – sociedades de crédito direto (SCDs) e sociedades de empréstimo entre pessoas (SEPs), que, embora venham crescendo nos últimos meses, ainda tem escala limitada e emprestam pouco quando comparadas aos

Gráfico 5. Indicadores financeiros das empresas de capital aberto (%) - 2019-21



Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira, BCB.

bancos tradicionais.

Os defensores da revolução *fintech* apontam para o potencial que as inovações e as novas tecnologias podem ter em termos de inclusão financeira. As MPMEs são candidatas naturais a recorrer às novas entrantes para acessar crédito. O BCB espera que essas *fintechs* tenham papel de destaque no fornecimento de crédito para empresas no futuro, processo fomentado também pela introdução do *open banking*, que será alvo de outro artigo neste volume.

Esse movimento do setor privado, porém, pode ser insuficiente para canalizar os recursos necessários à sobrevivência das MPMEs. Aliás, com o recente aumento dos casos de Covid-19 no Brasil e no mundo, devido à variante ômicron, abre espaço para que novas medidas restritivas sejam adotadas, afetando diretamente as empresas de menor porte. O caso do cancelamento do Carnaval de rua e do adiamento dos desfiles no Rio de Janeiro é emblemático: as lojas de aviamentos e artigos para a festa, concentradas no *cluster* do Saara, estão vendo seus fluxos de caixa apertarem – especialmente após dois anos sem a celebração. Outro exemplo seria o setor de turismo. Essa situação demanda uma atenção especial dos formuladores de política, pois a reativação dos programas de garantias poderá ser não só necessária, mas primordial para que as MPMEs, ainda que mais frágeis, mantenham suas portas abertas.

7. Bancos digitais: o futuro do sistema bancário latino-americano?

Por Dalton Boechat, Luiz Macahyba e Sergio Martín Páez

As *fintechs* vêm transformando radicalmente a forma de prestação de serviços financeiros na América Latina e no mundo. A partir do intenso desenvolvimento das Tecnologias da Informação e Comunicação (TIC), tem sido possível realizar diversas operações bancárias e financeiras de forma simples e ágil, bastando ao cliente ter acesso à Internet através de um *smartphone* ou computador.

Embora o segmento das *fintechs* chamadas de bancos digitais – ou neobancos ou *challenger banks* – não seja o que mais *startups* gerou, devido à rígida regulamentação que rege a atividade bancária, a própria digitalização e expansão da atividade possibilitou que, na última década, fossem criados cerca de 300 bancos digitais no mundo – com destaque para o Revolut no mercado europeu.

Na América Latina, o crescimento das *fintechs* tem sido produto da massificação dos dispositivos móveis, da inclusão de contingente significativo da população excluída do sistema financeiro formal, bem como das limitações ou ineficiências na oferta dos atores financeiros tradicionais: só os ricos da região tinham acesso à prestação de serviços financeiros tradicionais, com apenas 54% da população adulta da região com conta bancária em 2017.

Um relatório do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) registrou 713 *fintechs* em quinze países da região em 2017 – 230 no Brasil, 180 no México, 84 na Colômbia, 72 na Argentina, 65 no Chile etc. –, ao passo que em 2018 já eram 1.166 firmas, o que marca certamente uma taxa exponencial de expansão.

Em agosto de 2020, o radar do FintechLab contava com 689 empresas atuando apenas no Brasil, o que mostra a notável expansão que o setor experimentou nos últimos anos. De forma similar ao sistema bancário tradicional, Brasil é o principal mercado regional de *fintechs*, seguido por México e Colômbia.

A ampla gama de produtos e serviços financeiros inovadores que podem ser criados a partir das novas tecnologias digitais tem gerado otimismo sobre as possibilidades de expansão do segmento. Obviamente, inovações dessa magnitude impactam a dinâmica competitiva dos diversos mercados envolvidos. Em particular, essas empresas têm se proposto inovar e otimizar os serviços do sistema financeiro com base em custos operacionais significativamente inferiores aos custos das instituições tradicionais do setor, eliminando registros físicos em papel, instalação e manutenção de filiais, entre outras despesas administrativas.

Essa simplificação de tarefas possibilitou à maioria das *fintechs* da região empregar diretamente 15 pessoas ou menos, o que levanta sérias questões sobre a sustentabilidade social desse modelo altamente digitalizado.

No plano global e regional, esta expansão tem sido liderada por uma forte diversificação dos serviços prestados. Já é possível identificar empresas em diferentes segmentos dos negócios financeiros: meios de pagamento, gestão financeira empresarial, empréstimos, carteiras de crédito, gestão de investimentos, remessas, renegociação de dívidas, *crowdfunding*, administradoras de criptomoedas, seguros e, claro, bancos totalmente digitais.

O ambiente regulatório dos bancos digitais continua sendo um cenário de disputa, uma vez que há um desconhecimento sobre os riscos potenciais da proliferação desses tipos de serviços. Neste sentido, um levantamento recente das normas vigentes de 10 países de América Latina sugere que a maioria

das jurisdições ainda não possui normas específicas para defini-los, determinar suas atividades ou proibir operações.

Em termos regionais, enquadrar esses novos operadores de serviços financeiros nos marcos regulatórios vigentes em cada jurisdição é uma tarefa complexa.

Considerando que as definições de *fintechs* e bancos digitais ainda são difusas, realizamos uma pesquisa para identificar quais entidades estão operando na América Latina com certas características que podemos associar a esses tipos de instituições.

Nesse sentido, consideramos digitais os bancos que: (i) não mantêm agências para atender o público; (ii) enviam informações regulares às autoridades relacionadas a ativos e passivos (captação de depósitos, entre outros) e que têm garantias do esquema normativo monetário – o que implica que possuem licença para operar como bancos; e (iii) não são associados a grandes conglomerados financeiros como unidade adicional de negócios, o que possibilitaria o compartilhamento de custos de administração, infraestrutura etc.

No Brasil, apesar da variedade e do número de *fintechs* criadas no mercado ser crescente, na perspectiva do BCB, as fintechs são as entidades reguladas, sujeitas a um conjunto de obrigações objetivas que são passíveis de supervisão. Na nomenclatura utilizada pela autarquia essas instituições seriam a Sociedades de Crédito Direto e Sociedades de Empréstimos entre Pessoas, mas no rol

Tabela 1. Regulação dos bancos digitais por País

País	Situação em 2020/2021
Argentina	O Banco Central tem autorizado o funcionamento dos neobancos caso preencham os mesmos requerimentos que os bancos tradicionais.
Bolívia	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.
Brasil	O Banco Central tem autorizado o funcionamento dos neobancos caso preencham os mesmos requerimentos que os bancos tradicionais.
Chile	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.
Colômbia	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.
Equador	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.
México	A "Ley Para Regular Las Instituciones De Tecnología Financiera" de 2018 define a regulação das instituições de pagamento eletrônico e as fintechs de *crowdfunding*. Os bancos digitais ou neobancos não estão incluídos na norma.
Paraguai	Em 2014, as firmas de meios de pagamento eletrônico foram regulamentadas. Não obstante, os bancos digitais ainda não foram regulados.
Peru	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.
Uruguai	Não existe uma normativa específica sobre bancos digitais.

Fonte: Oglietti & Páez (2022).

de atividades típicas de *fintechs* poderiam ser incluídas também as Instituições de Pagamento (IP).

Embora existam entidades financeiras que estão avançando na digitalização total de seus protocolos de organização e incorporação de tecnologias de informação, o interesse é avaliar especificamente aquelas startups que já nasceram como bancos digitais. Dessa mesma forma, as empresas que atuam como bancos, mas não têm licença para fazê-lo, não foram consideradas.

Os resultados (Tabela 2) mostram que nos países que analisamos, existem 10 principais neobancos em operação: 6 no Brasil, 3 na Argentina e 1 no Equador. Todas as entidades que operam no Brasil e na Argentina têm controle de capital privado nacional. No caso do Equador, a empresa ProCredit é de origem alemã, opera em onze países (principalmente no Leste Europeu) e tem como foco as pequenas e médias empresas.

Dentro das entidades listadas, podemos encontrar alguns casos que são reconversões ou ramificações de empresas financeiras que operavam em outros segmentos. Este é, por exemplo, o caso da Digimais (Brasil) que vem da operação de cartão de crédito vinculado à comercialização de roupas e guarda-roupas do grupo Renner ou do BS2 (Brasil) que resulta de uma filial do Grupo Bonsucesso com foco no comércio automotivo. Da mesma forma, o Rebanking (Argentina) nasceu da Transatlantica Compañía Financiera, grupo empresarial com investimentos imobiliários e que administra a companhia aérea Sol.

Embora esses tipos de entidades ainda tenham uma participação de mercado notavelmente baixa – 0,3% do sistema bancário regional –, seus ativos acumulavam US$ 12,3 bilhões no final de 2020, tendo aumentado notavelmente em nível regional, o que mostra a velocidade de transformação que a digitalização está produzindo.

Tabela 1. Bancos digitais na América Latina (2019-2020)

País	Controle	Conglomerado
Brasil (6)	Doméstico Privado	Banco Renner/Banco Digimais C6 Bank Grupo Bonsucesso - BS2 Inter Modal Original
Argentina (3)	Doméstico Privado	Brubank Rebanking/Transatlantica Compañia Financiera Wilobank
Equador (1)	Estrangeiro	ProCredit

Fonte: Oglietti e Páez (2022).

No entanto, os dados de rentabilidade não mostram resultados favoráveis em relação aos ativos. Os neobancos registraram resultados negativos em 2020 tanto na Argentina quanto no Brasil, ao passo que no Equador, o banco digital obteve uma rentabilidade abaixo da média do mercado. Esses dados revelam um negócio em expansão, mas que ainda não se consolidou com o amadurecimento de seus investimentos.

Oito dos dez bancos pesquisados apresentaram aumento de ativos no ano da pandemia, o que reafirma a generalidade do fenômeno que estamos descrevendo. Destaca-se o caso do Banco C6 (Brasil), que quadruplicou seus ativos e do Brubank (Argentina), que os dobrou.

O Brasil se estrutura como uma grande plataforma de expansão do capital bancário: as seis empresas brasileiras são maiores que seus concorrentes na Argentina e no Equador. Por sua vez, o principal neobanco da região, o Inter, já ocupa a 35ª posição em termos de ativos no sistema bancário brasileiro (com um total de mais de 130 entidades) e já é maior que o principal banco paraguaio, o Continental.

Nubank: maior que o Itaú ou Bradesco?

Independentemente dos critérios de definição dos bancos digitais que adotamos, existem outras empresas que desempenham funções de bancos – com serviços totalmente digitalizados – mas que não são dessa forma licenciadas. É o caso do Nubank (Brasil), constituído formalmente como um conglomerado que combina uma instituição de meios de pagamentos, uma sociedade de crédito, financiamento e investimento, uma distribuidora e uma corretora de valores mobiliários.

Nessa área cinzenta de atuação também se encontram as *fintechs* Neon e Next que oferecem serviços de abertura de contas digitais de forma semelhante aos bancos tradicionais. Similarmente, podemos destacar o Klar no México ou o Uala na Argentina.

Aqui vale a ressalva de que nenhum dos clientes das fintechs brasileiras, que não têm licença para operar como banco, conta com a garantia integral do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), para os depósitos sob guarda dessas instituições até o limite de R$ 250 mil por cliente e por instituição.

No caso do Nubank, por exemplo, o saldo da conta de pagamento dos clientes era, de forma mandatória, depositado em conta sem remuneração junto ao BCB ou aplicado em títulos públicos federais, ficando apartados das contas próprias da instituição. A partir de 2019, permitiu-se que os clientes optassem em colocar seus depósitos em Recibos de Depósitos Bancários (RDB) emitidos pelo Nubank, estes cobertos pelo FGC.

Apesar dessa ampliação de lastro, não se deve confundir a garantia integral de até R$ 250 mil oferecida pelo FGC – aplicável aos depósitos à vista e a prazo, e a alguns títulos emitidos pelos bancos – com os recursos em contas de pagamento investidos em ativos com cobertura do FGC. Os primeiros não correm risco algum de mercado ou de crédito. O Fundo cobre a totalidade dos depósitos pelos seus valores nominais (observados os limites mencionados), a despeito da situação financeira da instituição que foi liquidada. Já a conta lastreada em títulos públicos ou em RDBs poderá ter perdas diante de um cenário de extrema adversidade que afete o valor de mercado desses ativos – como ocorreu durante a pandemia.

Feitas essas importantes ressalvas, destaca-se que nenhuma das experiências com

fintechs na região atingiu ainda o patamar do Nubank. É uma instituição com atuação no Brasil, que conseguiu se internacionalizar para o México, aguarda autorização para operar na Argentina e já conta com 48 milhões de clientes que podem receber seus salários, fazer depósitos, solicitar cartões de crédito e empréstimos pessoais. Sem dúvida, atua de forma muito semelhante ao segmento de varejo de qualquer banco comercial. O potencial do negócio levou os investidores a avaliarem o Nubank em mais de US$ 40 bilhões, superando, inclusive, o valor de mercado dos maiores bancos incumbentes do mercado brasileiro.

Mas o que leva os investidores a precificar o Nubank em um patamar tão superior aos demais bancos incumbentes? Faz sentido uma avaliação baseada em previsões tão disruptivas em relação à concorrência no segmento bancário?

Uma métrica muito utilizada para justificar essa avaliação é a relação de número de clientes em relação ao número de funcionários. No Nubank são quase 9 mil clientes por funcionário, enquanto a média dos três maiores bancos no Brasil fica pouco acima de 1,1 mil clientes por funcionário. Isso por si só já daria uma vantagem enorme em termos de custos e um potencial de ganho significativo se rentabilizada a carteira de clientes a partir da oferta de produtos financeiros.

Há uma clara aposta em uma incapacidade dos bancos incumbentes em evitar a perda de *market share* para os neobancos, em especial, para o Nubank. Por isso, a despeito da ótima performance histórica do setor bancário brasileiro, que se contrapõe aos resultados históricos não tão favoráveis do Nubank, essa expectativa atraiu muitos investidores de peso e alavancou a *fintech* ao posto de instituição financeira mais valiosa do mercado brasileiro.

Na contramão da euforia vivenciada na abertura de capital encontram-se argumentos que são pautados na realidade atual – e não no futuro. A perda de *market share*, principalmente no segmento de pagamentos e nos clientes pessoas físicas é uma realidade. Entretanto, esse processo levou os incumbentes a realizarem ajustes significativos em termos de estrutura (fechamento de agências e redução dos quadros de funcionários) e de investimento nos meios digitais de interação com os clientes.

Além do mais, a diversificada carteira de produtos e o *funding* mais barato (depósitos à vista) dão aos bancos tradicionais uma robustez que não desaparece facilmente. O crédito, fonte central de receitas, exige mais elementos em sua concessão do que o uso de inteligência artificial pode oferecer – mais uma vantagem consolidada dos bancos tradicionais.

Some-se a isso a tendência já observada de aperto regulatório aos neobancos e *fintechs* que atingem volumes de operações mais significativos, o que deve aumentar seus custos de *compliance*.

Considerações Finais

Há certo consenso entre participantes do mercado, reguladores e analistas de negócios de que a competição trazida pelas *fintechs* já traz benefícios aos clientes, através da redução dos preços de alguns serviços e tarifas bancários. Ainda que os insurgentes operem com custos menores que os incumbentes e que as novas tecnologias estejam eliminando algumas barreiras à entrada, nos parece arriscado afirmar que os modelos de negócios adotados pelas *fintechs* virarão hegemônicos.

Seja porque é de se esperar que as vantagens competitivas resultantes das assimetrias regulatórias se reduzam ao longo do tempo, com as *fintechs* submetidas às exigibilidades aplicáveis aos bancos. Ou ainda porque, no caso brasileiro, os bancos tradicionais já mostraram inúmeras vezes suas capacidades de adaptação às mudanças nos padrões de competição no setor e no ambiente macroeconômico.

Independentemente do resultado desta disputa entre atores tradicionais e novos competidores, os efeitos da transformação tecnológica já estão dando seus frutos e marcam uma tendência de aumento da produtividade no setor gerado pela queda fenomenal dos custos de administração. Neste sentido, uma questão relevante que se mantem refere-se ao impacto social: quantos empregos no setor financeiro serão ameaçados pelas *fintechs*?

8. *Open banking* no Brasil avança, mas entregará o que promete?

Por Gabriel Porto e Morgana Tolentino

A grande produção de informações geradas pelas atividades diárias dos indivíduos e o uso de tecnologias de processamento de dados, como *machine learning*, fazem com que vivamos hoje em um mundo movido por dados, no qual as atividades de ponta de diversos setores são guiadas pela análise dessas informações. Esse é o contexto que pauta as diversas políticas de *open banking* que vêm sendo implantadas no Brasil e em outras jurisdições.

Os sistemas financeiros abertos permitem a interoperabilidade de serviços e dados entre participantes do ecossistema, rompendo com o monopólio de informação que compõe uma barreira à entrada no setor. Com o impulso a novos entrantes, uma política de *open banking* representa um estímulo à competição e à inovação – entre outros objetivos.

Alinhado com essa tendência mundial, o Banco Cental do Brasil (BCB) vem tratando da política de abertura de dados do sistema financeiro ao menos desde 2018. O *open banking* foi regulamentado no Brasil em 2020, com participação obrigatória dos maiores bancos do país e voluntária para as demais instituições financeiras.

Em 2021, foram cumpridos os prazos para início das quatro fases de implementação desse regime. Ainda assim, restam etapas relevantes, como a de compartilhamento de informações transacionais sobre seguros e investimentos e a progressiva redução de limites operacionais, que estão previstas para 2022.

No Brasil e no exterior, um dos principais objetivos do *open banking* é empoderar o consumidor financeiro: os sistemas abertos são concebidos de modo a reconhecer que os consumidores são os titulares dos seus dados pessoais e têm direito à portabilidade dessas informações.

Esses aspectos de autodeterminação informativa dos clientes são essenciais para explicar os potenciais efeitos concorrenciais do *open banking*. Ademais, eles fazem com que as decisões de política sobre esse sistema se interlacem com aquelas voltadas à proteção de dados pessoais, adicionando dimensões ao debate que vão além das questões sobre estrutura de mercado.

Na década de 2010, algumas jurisdições – como União Europeia, Reino Unido, Brasil e Austrália – editaram suas respectivas legislações de proteção de dados, assim estabelecendo novas bases para o processamento dessas informações pessoais. Portanto, a transmissão de dados pessoais, mesmo no âmbito do *open banking*, não poderia ocorrer em desacordo com essas normas.

O caso australiano é peculiar, pois o *open banking* foi implementado por lá com base em uma lei de 2017, que buscava conferir aos consumidores maior acesso e controle sobre seus dados. O setor bancário foi o primeiro impactado por essa medida, se vendo obrigado a observar um calendário faseado para adequação às exigências de compartilhamento de informações sobre produtos, contas e transações, de modo que a maioria dos bancos desse país estivesse apta a participar do *open banking* até julho de 2021.

Outros setores, como de distribuição de energia elétrica, terão que adotar medidas análogas para compartilhar os dados de seus clientes, o que pode se mostrar um caminho relevante para que as instituições australianas possam ofertar de produtos inovadores a este público.

No caso brasileiro, as regulações sobre *open banking* foram disponibilizadas em consulta antes que a Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD) estivesse em vigor. Ainda

assim, as normas que foram editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e BCB se mostraram em harmonia com a referida legislação – por exemplo, ao estabeleceram o consentimento do consumidor como a base para que seus dados sejam compartilhados entre instituições do sistema financeiro.

Em termos gerais, o compartilhamento de dados pessoais no *open banking* ocorre da seguinte forma: após obter o consentimento do cliente, uma instituição financeira poderá receber informações que outra detém. O consentimento é uma etapa essencial, de modo que a norma exige alguns cuidados para sua obtenção, como a utilização de linguagem clara e objetiva, assim como a definição de finalidades e prazos específicos para uso das informações compartilhadas dessa forma.

Nesse aspecto, um dos principais desafios do *open banking* no Brasil diz respeito à definição de responsabilidades pela proteção dos dados compartilhados. A regulação vigente determina que as instituições participantes do sistema aberto são responsáveis pela confiabilidade, integridade, disponibilidade, segurança e sigilo dessas informações, mas não individualiza as suas responsabilidades.

A LGPD, o Código de Defesa do Consumidor e outras legislações podem amparar os clientes. Contudo, mesmo com base nessas referências, a individualização das responsabilidades não é uma tarefa simples e exigiria apreciações caso-a-caso para se buscar delimitar os papéis exercidos pelas instituições participantes.

Existe um espaço para que essas próprias instituições participantes definam e adotem melhores práticas para proteção dos dados compartilhados, antes que essas questões precisem ser respondidas judicialmente. A estrutura responsável pela governança do processo de implementação do *open banking* está bem-posicionada para contribuir com esses esforços de autorregulação, mas um ponto merece atenção: o órgão reúne as entidades mais representativas das instituições que compartilham dados e serviços, mas não aquelas representativas dos consumidores que se espera empoderar.

Outro objetivo associado à implementação dos regimes de *open banking* é fomentar a competição, o que se justifica diante dos já conhecidos padrões de concentração do mercado bancário brasileiro. Ainda assim, vale chamar atenção para algumas das adversidades que podem estar associadas a essa dimensão do projeto e para as quais as autoridades devem estar alertas.

A ideia de que um sistema financeiro aberto irá incentivar a competição motivou alguns dos modelos mais conhecidos. No Reino Unido, destacadamente, essa política surgiu como uma resposta da autoridade de competição ao nível de concentração do setor bancário.

A quebra do monopólio da informação é, sem dúvidas, o rompimento de uma barreira à entrada relevante. Entretanto, argumentamos que não é essa única medida que remediará os problemas estruturais do setor.

Os aprendizados adquiridos com anos de experiência ainda podem beneficiar instituições estabelecidas, além da confiabilidade do público. A preferência por bancos grandes caiu desde a crise de 2008, mas novas empresas de tecnologia financeira ainda têm históricos relativamente curtos para evidenciar sua resiliência.

Em ambientes concentrados, os maiores bancos são agentes de alta capacidade de investimento. Comumente se analisa o *open banking* sob a ótica de novos *players* ofertando serviços bancários, mas deve-

se considerar, também, a capacidade que grandes bancos terão de investir em alta tecnologia de análise de dados e, de modo geral, concentrar sua atuação nos serviços de maior rentabilidade.

Como maestros do sistema, essas instituições poderão aumentar sua capacidade de concentrar poder de mercado. Esse seria o caso, por exemplo, em um futuro no qual os consumidores dependam de (poucas) plataformas para acessar os serviços financeiros.

Uma política de *open banking* pode, ademais, ser um vetor de fragilização do sistema. Em um primeiro momento, os novos entrantes e parceiros para oferta de serviços financeiros não necessariamente estão sujeitos às mesmas normas prudenciais que as instituições financeiras de grande porte.

Essa questão é ainda mais relevante quando BigTechs estão envolvidas. Devido ao seu modelo de negócios intensivo em tecnologia da informação, essas empresas têm grande vantagem em ambiente de análise de dados e gozam de confiabilidade dos clientes, por serem mundialmente conhecidas.

Este cenário poderia resultar em fragilidades sistêmicas, uma vez que a redução dos lucros retidos pelos bancos como fonte de capital interno poderia ter um impacto na resiliência do setor financeiro e no perfil de risco dessas instituições. Em termos mais gerais, uma competição muito forte, assim como mercados muito concentrados, pode estar relacionada a riscos sistêmicos.

O argumento serve para evidenciar um dos principais dilemas que a adoção do *open banking* impõe aos reguladores bancários: o conflito entre os mandatos de regulação concorrencial e prudencial. O monitoramento para identificação de novos riscos sistêmicos segue como uma ferramenta importante nessa frente.

Incentivar a inovação financeira é o último dos objetivos comuns aos projetos de *open banking* que abordaremos. Este ponto se relaciona às questões colocadas pelos sistemas legados das instituições financeiras, isto é, sistemas "ultrapassados", geralmente oriundos de investimentos, fusões e aquisições passadas, mas ainda em uso, que são de difícil substituição ou integração.

Na perspectiva das instituições incumbentes, sistemas desse tipo prejudicam a competição com os desafiadores, como *fintechs* e BigTechs, dado que essas instituições não necessariamente incorreram nos mesmos custos afundados. Os legados ainda impõem desafios regulatórios importantes, por exemplo, em termos de resiliência operacional dos bancos e da capacidade dessas instituições adotarem novas tecnologias e abordagens inovadoras.

O *open banking* representaria uma forma de mitigar as limitações dos sistemas legados, ao menos nos aspectos ligados às suas arquiteturas fechadas, sem exigir os investimentos volumosos que seriam necessários para sua substituição. Isto se explica pela natureza colaborativa desse regime, que exige a adoção de interfaces de programação de aplicações (APIs, na sigla em inglês) e assim permite o compartilhamento padronizado de informações e serviços entre os sistemas das instituições financeiras, por mais heterogêneos que sejam.

Há mesmo quem argumente que as APIs se tornaram parte do "inventário" tecnológico dos bancos, constituindo assim uma das ferramentas que essas instituições precisam incorporar aos seus sistemas, caso queiram competir com pares locais e estrangeiros. Sendo esse o caso, o *open banking* poderia ser entendido como uma forma de o regulador estimular a adoção

dessa tecnologia de forma ordenada pelos participantes do sistema financeiro nacional, começando pelos maiores bancos, de modo não tão distante do que se desenharia em uma política industrial.

Os desafios para alcançar esse objetivo se relacionam, primeiro, ao reconhecimento de que as limitações dos sistemas legados não são tratadas por completo ao se adicionar uma camada de APIs padronizadas. Um dos pontos mencionados anteriormente, de resiliência operacional, continua sendo particularmente relevante, quando se considera que certas atividades críticas podem estar ancoradas em sistemas de muitas décadas atrás.

Outro desafio se relaciona ao dilema encarado pelos reguladores de economias emergentes, quando precisam decidir entre importar os avanços encontrados nas economias centrais ou abrir caminhos com base na experiência local. O *open banking* à brasileira reflete essa questão, uma vez que foi construído com base nas experiências estrangeiras e, ao mesmo tempo, inova ao expandir seu escopo para áreas como seguros e investimentos.

Essa ampliação do *open banking* para *open finance* – que se concretizou com a abertura da quarta e última fase do projeto, em dezembro de 2021 – traz algumas questões particulares, como a definição de padrões técnicos, dado que não existe o mesmo número de referências conhecidas no mercado, quando se compara com os padrões de APIs para atividades bancárias. Ademais, essa expansão atrai a necessidade coordenação com outras autoridades, como CVM e Susep, cada uma das quais com seus próprios perímetros de atuação.

Em síntese, a implementação do *open banking* no Brasil está condicionada à solução de desafios em termos de risco sistêmico, proteção de dados, transformação digital e outros mais. Apresentamos apenas algumas das questões mapeadas pela literatura encontrada, que são inteiramente administráveis para que esse regime possa alcançar o seu potencial transformador e eventualmente represente um sucesso em dimensões igualmente variadas.

9. Entre sinais trocados, a agenda climática enfoca os riscos e deixa de lado a transição verde

Por Miriam Português, Morgana Tolentino e Norberto Montani Martins

A cada ano que passa, cresce a urgência da necessidade de adoção de medidas concretas para a mitigação das emissões e da transição efetiva para uma economia de baixo carbono.

Em 2021, o Painel Intergovernamental sobre Mudanças Climáticas publicou a primeira parte do Sexto Relatório de Avaliação, que trata da base física das discussões sobre a crise climática. As conclusões atualizadas reiteram o papel da ação humana na promoção das mudanças do clima e do aquecimento global, sublinhando a necessidade de reduzir de forma substancial as emissões de dióxido de carbono para evitar um aumento maior da temperatura e mitigar a ocorrência de eventos climáticos extremos.

Pela primeira vez, o relatório detalhou também os efeitos regionais das mudanças climáticas. Por exemplo, as estimativas sugerem que grandes chuvas e alagamentos poderão tornar-se cada vez mais frequentes na África e na Ásia, ao passo que a frequência e a intensidade das secas afetarão de modo mais agudo regiões da África, Europa e América do Sul.

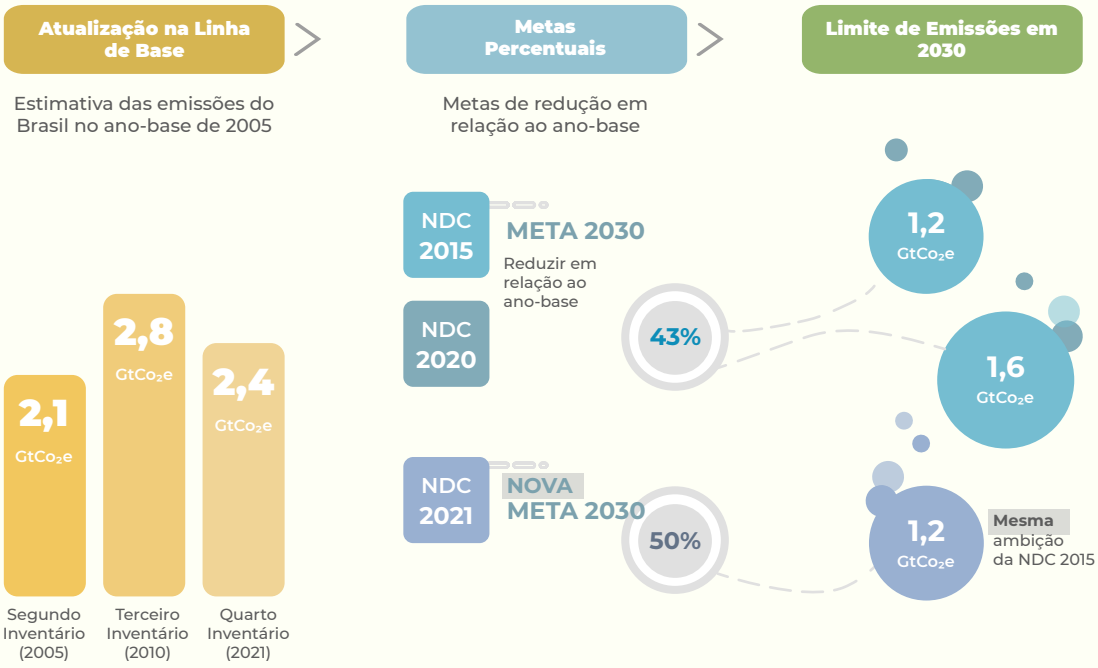
A COP26, realizada em novembro de 2021, foi um novo chamado à "corrida contra o tempo para tentar salvar o planeta", segundo as palavras da Organização das Nações Unidas. Após dois anos de pandemia de covid-19, as expectativas em relação à convenção eram grandes, mas pode-se dizer que foram frustradas: o Pacto de Glasgow, que sintetizou os acordos pactuados na COP26, foi pouco ambicioso, ainda que tenha buscado manter o limite de 1,5oC – e não 2,0oC – como a referência para as ações dos países signatários.

Do ponto de vista financeiro, o Pacto de Glasgow chamou atenção para a insuficiência dos recursos destinados a financiar ações de adaptação em países emergentes e demandou dos países desenvolvidos uma escalada das transferências de recursos voltados ao financiamento da transição verde nos países menos desenvolvidos. Há que se destacar, porém, que o Pacto não diferencia o papel do Estado, dos bancos de desenvolvimento e das instituições financeiras privadas na provisão de recursos, colocando-os sob o mesmo guarda-chuva generalista de que é preciso "aprimorar a mobilização dos financiamentos" para adaptação e mitigação das mudanças do clima.

A falta de ambição em nível internacional encontrou reflexos nas propostas das autoridades brasileiras, que, embora tenham apresentado um novo compromisso para 2030, com um limite de emissões maior em termos percentuais, aumentaram a linha de base da estimativa de emissões, o que em níveis absolutos reduziu a contribuição nacional determinada de 2020 para 2021, igualando-a ao compromisso de 2015. O governo brasileiro também aderiu a novos compromissos em relação ao desmatamento e à preservação de florestas e à emissão do gás metano, mas suas ações apresentam sinais trocados, já que muitas vezes o Executivo federal se mostra leniente com o avanço do desmatamento e da pecuária: em 2021 os dados de desmatamento da Amazônia foram os maiores em dez anos, com uma área de mata nativa de 10.362 km² destruída, sendo o avanço da fronteira pecuária um dos principais fatores de destruição da mata.

O BCB, por sua vez, levou adiante as ações vinculadas à dimensão de sustentabilidade da Agenda BC# no ano de 2021, com destaque para a publicação de novos normativos que versam sobre o gerenciamento de riscos pelas instituições financeiras e sobre a adoção de uma Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC). O foco central das mudanças situa-se

Nova NDC do Brasil mantém o mesmo nível de ambição de 2015



Fonte: Genin e Frasson (2021), WRI Brasil, com base em dados do MCTI, das NDCs submetidas pelo Brasil na UNFCCC e do anúncio do MMA na COP26.

sobre os riscos associados à mudança climática e seus impactos sobre o sistema financeiro, oferecendo um tratamento para a possibilidade de perdas para as instituições financeiras e sua integração dentro da estrutura de gerenciamentos dos riscos tradicionais.

As normas atualizadas trazem uma abordagem que desagrega os riscos em riscos social, ambiental e climático.

O risco social é definido como a possibilidade de ocorrência de perdas ocasionadas por eventos associados à violação de direitos e garantias fundamentais ou a atos lesivos ao interesse comum, como, por exemplo, a exploração irregular, ilegal ou criminosa do trabalho infantil e os atos de assédio, de discriminação ou de preconceito.

O risco ambiental, por sua vez, é definido como a possibilidade de ocorrência de perdas ocasionadas por eventos associados à degradação do meio ambiente, incluindo o uso excessivo de recursos naturais. Nesse caso, trata-se da poluição do ar, das águas ou do solo, de "desastres" ambientais resultantes da intervenção humana, como o rompimento de barragens, e do desmatamento, dentre outros vários exemplos.

Por fim, há os riscos climáticos, aos quais são associados dois conceitos: (i) o risco climático físico, que diz respeito à possibilidade de ocorrência de perdas ocasionadas por eventos associados a intempéries frequentes e severas ou a alterações ambientais de longo prazo, relacionadas a mudanças em padrões climáticos; e (ii) o risco climático de transição, que, potencialmente, envolve perdas derivadas do processo de transição para uma economia de baixo carbono.

A separação entre riscos ambientais e climáticos, porém, pode gerar alguma confusão, uma vez que a degradação do meio ambiente pela ação humana e a ocorrência de eventos climáticos extremos pode muitas vezes se confundir, sendo difícil isolar as perdas oriundas de cada tipo de risco. Por exemplo, tomando a seca como referência, ela seria, como já mencionamos no início do artigo, uma importante representante de riscos climáticos físicos. Porém, a intensidade desse evento extremo pode estar associada diretamente à degradação ambiental. Obviamente, é possível isolar ações que atuem diretamente sobre a degradação ambiental – como, por exemplo, o financiamento de um projeto que irá desmatar uma área sem realizar a compensação de carbono necessária –, mas a opção do Conselho Monetário Nacional parece favorecer uma interpretação de que os riscos climáticos são na verdade "desastres", desvinculados da ação humana.

As instituições financeiras também terão obrigatoriamente que definir uma PRSAC que abarca, agora, um conjunto significativamente amplo de informações e políticas. Entretanto, cada instituição continua a poder definir as políticas de acordo com seus objetivos e modelos de negócios, conforme seu tamanho e relevância sistêmica no sistema financeiro brasileiro.

A PRSAC deve ser devidamente divulgada, visando dar publicidade às ações implementadas para gestão dos riscos sociais, ambientais e climáticos, que deverão constar num relatório periódico, com primeiro lançamento em 2023, intitulado Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC).

Essa abordagem confere grande discricionariedade às instituições financeiras brasileiras na definição das ações que serão tomadas para mitigação dos riscos, sem, contudo, expressar de forma mais clara como essas entidades poderão atuar diretamente para a adaptação e mitigação das mudanças climáticas. Neste sentido, uma importante medida, também adotada em 2021, foi a criação da lista de impedimentos sociais, ambientais e climáticos à concessão de crédito (direcionado) rural. A lista reúne restrições já existentes no arcabouço jurídico brasileiro, harmonizando as normas legais e infralegais em vigor. Lembre-se que a concessão de crédito rural aos proprietários de imóveis rurais está condicionada ao cadastramento no Cadastro Ambiental Rural (CAR), sendo que, nas unidades de conservação, o crédito rural não pode ser concedido, salvo se a atividade econômica se encontrar em conformidade com o Plano de Manejo da Unidade de Conservação. Já no caso das unidades de conservação de domínio público, o impedimento à concessão de crédito rural se aplica a empreendimentos em terras indígenas e quilombolas, imóveis sem regularização fundiária e a áreas embargadas no Bioma Amazônia – além de não ser permitido que o direcionamento de crédito beneficie empregadores que mantiveram trabalhadores em condições análogas à de escravidão.

Os sinais trocados também aparecem aqui: por um lado, a lógica da Agenda BC# é tornar o sistema financeiro alinhado ao desenvolvimento de uma economia moderna sustentável; por outro, ao focar principalmente nos impactos e riscos às instituições financeiras, deixa de lado uma importante dimensão que é a mobilização de recursos efetivos para a transição verde – o que, de fato, muitas vezes vai além da alçada do BCB e passa por ações do Ministério da Economia e de outros órgãos.

Para os próximos anos, uma série de projetos dará continuidade às ações da Agenda BC# Sustentabilidade de 2021, sendo alguns desdobramentos diretos das alterações normativas já citadas.

Em 2022, o BCB irá criar o Bureau de Crédito Rural Sustentável, que passará a exigir das instituições financeiras a publicação de informações de cunho quantitativo no âmbito da PRSAC. O Bureau será o sistema de registro e processamento de dados no âmbito do crédito rural. Já inserido na lógica do *open banking,* o Bureau terá a função de comparar bases de dados a fim de autenticar informações e garantir a conformidade com a regulação vigente. Além disso, se prevê a criação de métricas para avaliação da sustentabilidade dos projetos, de modo a servir como base para formulação de políticas de incentivos para os mesmos.

Na linha do gerenciamento de riscos, as instituições serão obrigadas também a gerar documentos sobre os padrões socioambientais que guiam a empresa na sua relação com funcionários e terceiros. Ainda, seguindo as diretrizes internacionais da Força-Tarefa de Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (TCFD, em inglês), em 2021 o BCB ampliou o escopo de informações que devem ser divulgadas, incluindo dados qualitativos sobre as estratégias das instituições financeiras para o gerenciamento de riscos climático e ambiental. Em 2022 passarão a ser exigidos, também, dados quantitativos com metas e métricas para a administração desses riscos.

Do ponto de vista da supervisão, está previsto para abril de 2022 a incorporação de cenários de risco de mudança climática nos testes de estresse. O modelo levará em conta tanto riscos físicos como de transição e seus possíveis impactos no balanço das instituições financeiras. Assim, complementa-se o projeto do BCB de ampliar a coleta de informações sobre riscos socioambientais dentro do escopo de operações de crédito e títulos e valores mobiliários. Com a nova base de dados, o BCB pretende, ainda, aprimorar a Matriz de Risco Socioambiental.

Para o ano de 2023, o BCB projeta também uma série de ações internas. Primeiro, revisando sua própria PRSA. Segundo, incluindo a temática da sustentabilidade no Museu de Economia, com o objetivo de estimular a adoção de práticas sustentáveis pelo público e informá-lo sobre o tema. Terceiro, reduzir o impacto ambiental nos processos de meios circulantes, adotando medidas para a reciclagem de cédulas inadequadas para uso. Tais medidas são aplicadas hoje em mais da metade das cédulas nesta situação e até 2023 o BCB espera aplicar medidas de reciclagem para a totalidade das cédulas fragmentadas – sob esse aspecto, cabe mencionar que o próprio avanço da digitalização do real poderá auxiliar nos objetivos da autoridade monetária.

Enfim, reitera-se que o processo de transição para uma economia de baixo carbono, alinhado a um modelo de desenvolvimento sustentável é um bom exemplo de uma missão que não pode ser resolvida com uma bala de prata. Demandará um esforço amplo e contínuo da sociedade e envolverá uma multiplicidade de ações e medidas. Cabe, portanto, reconhecer os esforços do CMN e do BCB, que se alinham às práticas internacionais, mas é também importante questionar se essas medidas são suficientes. Antes de mais nada, é preciso que o governo brasileiro indique de forma clara seu compromisso com essa agenda, sem sinais trocados, e adote na prática medidas contundentes para promover o desenvolvimento sustentável do país.

Autores

Os autores integram o projeto Observatório do Sistema Financeiro realizando pesquisas num dos cinco eixos temáticos definidos para o biênio 2021-2: (i) mudança estrutural no sistema financeiro brasileiro na década de 2010; (ii) *fintechs* no Brasil e no mundo; (iii) endividamento das famílias brasileiras nos anos 2010; (iv) aspectos financeiros da crise da covid-19; (v) estrutura e evolução do sistema monetário-financeiro internacional.

Caroline Yukari Miaguti é doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional da UFRJ.

Dalton Boechat Filho é bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Fluminense e tem MBA em Finanças pela Coppead/UFRJ.

David Drumond Salomão é graduando em Ciências Econômicas da UFRJ e bolsista de iniciação científica do CNPq.

Ernani Teixeira Torres Filho é professor do Instituto de Economia da UFRJ e ex-Superintendente do BNDES.

Filipe de Castro Vieira é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

Gabriel Martins da Silva Porto é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

Leonardo Barifouse de Souza é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

Lucas Antunes Póvoa é mestrando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

Luiz Fernando de Paula é professor do Instituto de Economia da UFRJ.

Luiz Macahyba é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento da UFRJ.

Miriam Oliveira Silva Português é professora da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.

Moisés Yechua Mizrahi é mestrando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

Morgana Tolentino Cardoso é mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

Norberto Montani Martins é professor do Instituto de Economia da UFRJ e coordenador do Observatório do Sistema Financeiro.

Paula Marina Sarno é pesquisadora de pós-doutorado do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense.

Sergio Martín Páez é professor substituto da Universidade Federal de Ouro Preto e pesquisador do Centro Estratégico Latino-americano de Geopolítica (CELAG).

Referências Bibliográficas

1. Mercado de capitais tem seu melhor ano em 2021, mas há algumas nuvens cinzas no horizonte para 2022

- ANBIMA. Mercado de capitais encerra 2021 com R$ 596 bilhões em captações. *Boletim do Mercado de Capitais,* 12 jan. 2022.
- C MARA DOS DEPUTADOS. Projeto de Lei nº 2.646, de 2020. Dispõe sobre as debêntures de infraestrutura.
- CVM. Audiência Pública SDM nº 02, de 10 de março de 2021. Minutas de resoluções que estabelecem o novo arcabouço regulatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.
- TORRES, E. T.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada? Texto para Discussão IE/UFRJ nº 012, 2021.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. BNDES: as debilidades da TLP. Observatório da Economia Contemporânea, Le Monde Diplomatique, 9 jul. 2020.

2. O Banco Central do Brasil e o "estouro da boiada"

- BRASIL. Lei nº 14.286, de 30 de dezembro de 2021. Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, o capital brasileiro no exterior, o capital estrangeiro no País e a prestação de informações ao Banco Central do Brasil
- BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores
- PAULA, L. F.; VIEIRA, F.; SALOMÃO, D. Implicações da nova lei cambial. *Valor Econômico,* 21 jan. 2022.
- PRATES, D.; ROSSI, P.; MARINS, N. Nova lei cambial, um projeto de alto risco. *Valor Econômico*, 25 nov. 2019.

3. Criptoativos: entre riscos e conquistas dos pequenos investidores

- CVM. Resolução nº 31, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.
- CVM. Resolução nº 32, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.
- CVM. Resolução nº 33, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores.
- LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. Descentralizar para desintermediar: estudo sobre emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários digitais no Brasil. Texto para Discussão, GT Fintech, Subgrupo de Regulação, 2021.
- SENADO FEDERAL. Projeto de Lei nº 3.285, de 2019. Disciplina os serviços referentes a operações realizadas com criptoativos em plataformas eletrônicas de negociação.

4. O novo mundo das moedas digitais poderá afetar a supremacia do dólar?

- ARAMONTE, S.; HUANG, W.; SCHRIMPF, A. DeFi risks and the decentralisation illusion. *BIS Quarterly Review*, dez. 2021.
- BANQUE DE FRANCE. *Wholesale Central Bank Digital Currencies Experiments with the Banque de France*. Paris: Banque de France, 2021.
- BCB. BC apresenta diretrizes para o potencial desenvolvimento do real em formato digital,

24 mai. 2021.
- BCB. Real Digital. Hotsite, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/real_digital.
- CARSTERNS, A. Digital currencies and the soul of money. BIS speech, 18 jan. 22.
- FEDERAL RESERVE BOARD. *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation. Research and Analysis*. Washington, DC: Federal Reserve Board, 2022.
- FRIEDLANDER, F. The Promises and Perils of Central Bank Digital Currencies. Testimony to the House Committee on Financial Services, 27 jul. 2021.
- OECD. *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets. OECD Blockchain Policy Series*, 2021.
- PWGFM; FDIC; OCC. *Report on Stablecoins*, nov. 2021.

5. Desafios de 2021 levam famílias a recorrerem a créditos de pior qualidade

- BCB. *Relatório de Economia Bancária 2020*. Brasília: BCB, 2021.
- BCB. *Relatório de Inflação*, Vol. 23, n. 4, dez. 2021.
- BRASIL. Lei nº 14.131, de 30 de março de 2021. Dispõe sobre o acréscimo de 5% (cinco por cento) ao percentual máximo para a contratação de operações de crédito com desconto automático em folha de pagamento até 31 de dezembro de 2021.
- BRASIL. Medida Provisória nº 1.006, de 01 de outubro de 2020. Aumenta a margem de crédito consignado dos titulares de benefícios de aposentadoria e pensão do Regime Geral de Previdência Social durante o período da pandemia de covid-19.
- CMN. Resolução nº 4.676, de 31 de julho de 2018. Dispõe sobre os integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), as condições gerais e os critérios para contratação de financiamento imobiliário pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e disciplina o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança.
- GENTIL, D.; BRUNO, M. Endividamento das famílias e expropriação salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além. Texto para Discussão IE/UFRJ nº 036, nov. 2021.
- LAVINAS, L. BRESSAN, L. RUBIN, P. O redesenho das políticas sociais no capitalismo financeirizado, endividamento oblige. Texto para Discussão IE/UFRJ nº 027, ago. 2021.
- SARNO, P. M. Notas sobre Endividamento das Famílias no Brasil Recente. In: RODRIGUES, G. (Org.) *O Sistema Financeiro e o Endividamento das Mulheres. Rio de Janeiro: Equity Instituto, Gênero, Economia e Cidadania Global*, 2020.

6. Assimetrias na fragilidade das grandes empresas e das MPMEs trarão novos desafios às autoridades brasileiras

- BCB. *Relatório de Economia Bancária 2020*. Brasília: BCB, 2021.
- BCB. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília: BCB, out. 2021.
- BNDES. Medidas emergenciais do BNDES na pandemia injetaram R$ 154 bilhões na economia. Rio de Janeiro: BNDES, 5 jan. 2021. Disponível em: https://static.poder360.com.br/2021/01/BNDES-injetou-154-bilhoes-pandemia-2020-5jan2021.pdf.
- INSTITUTO PROPAGUE. *Mercado de crédito em dados*, 1º sem. 2021.
- INSTITUTO PROPAGUE. *Perspectivas do Open Banking para pequenas empresas. Carta*

Propague, v. 1, 2021.

- LIMA, B. H. A. B. Políticas de crédito corporativo no Brasil na pandemia: uma análise dos efeitos sobre o mercado de crédito e o comportamento dos bancos. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2021.
- MARTINS, N. M.; TORRES, E. T.; MACAHYBA, L. Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana. Texto para Discussão IE/UFRJ nº 013, 2020.
- MENDONÇA, A. R.; NAPPI, J. F.; CUBERO, M. C. Medidas de Enfrentamento da Crise Econômica Gerada pela COVID-19 no Brasil em 2020: Uma Análise dos Efeitos sobre o Crédito. In: PALLUDETO, A. W.; OLIVEIRA, G. C.; DEOS, S. (Orgs.) *Economia política do novo "(a)normal" do capitalismo: pandemia, incertezas e novos paradigmas*. Campinas, SP: Unicamp; Editora CRV, 2021.
- MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Mais de 300 mil empreendedores tiveram acesso ao Pronampe em 2021. Brasília: Ministério da Economia, 8 out. 2021. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/outubro/mais-de-300-mil-empreendedores-tiveram-acesso-ao-pronampe-em-2021.

7. Bancos digitais: o futuro do sistema bancário latino-americano?

- BID. Fintech na América Latina 2018: Crescimento e Consolidação. BID; IDB Invest; Finnovista, 2018. DOI: http://dx.doi.org/10.18235/0001377.
- CORANDER, B. Neobanks: Challenges, Risks and Opportunities. Monografia (Bacharelado em Administração de Empresas) – Haaga-Helia University of Applied Sciences, Finlândia, 2021. Disponível em: http://www.theseus.fi/handle/10024/498077.
- MATUTE, F. I. Regulación para las fintech en el Ecuador. *Estudios de la Gestión: Revista Internacional de Administración*, n. 9, p. 109-134, 2021. DOI: https://doi.org/10.32719/25506641.2021.9.5.
- GHAHROUD, M. L.; JAFARI, F.; MAGHSOODI, J. Review of the Fintech categories and the most famous Fintech start-ups. *Journal of FinTech and Artificial Intelligence*, v. 1, n. 1, p. 1-7, 2021. DOI: https://doi.org/10.47277/JFAI/1(1)007.
- MACAHYBA, L.; BOECHAT FILHO, D.; MONTANI MARTINS, N.; SARNO, P. M. Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira. Texto para Discussão IE/UFRJ, nº 033, 2021.
- OGLIETTI, G.; PÁEZ, S. M. La mano visible de la banca invisible: *Renta y lucro extraordinario de las finanzas en América Latina*. Buenos Aires: Marmol Izquierdo, no prelo, 2022.

8. Open banking no Brasil avança, mas entregará o que promete?

- AUSTRALIAN OPEN BANKING ASSOCIATION. Open Banking Timeline, 2020. Disponível em: https://www.ausbanking.org.au/priorities/open-banking/.
- BCB. Agenda BC+ 2º ano. Brasília: BCB, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_Ilan_Goldfajn_BC_Mais_28112018.pdf.
- BCB. Voto nº 111, de 22 de abril de 2020. Propõe edição de resolução conjunta que dispõe sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking).
- BNDES. Open Banking: O open banking como ferramenta de incentivo à inclusão financeira. White Paper, dez. 2021.

- CMN; BCB. Resolução Conjunta nº 1, de 4 de maio de 2020. Dispõe sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking).
- FCA. Building operational resilience: impact tolerances for important business services and feedback to DP18/04. Consultation Paper nº 32, 2019. Disponível em: https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-32.pdf.
- FCA. Implementing Technology Change, 2021. Disponível em: https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/implementing-technology-change.
- FSB. *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. Basileia: FSB, 2019.
- GENSLER, G. FinTech: Shaping the Financial World. MIT OpenCourse, 2020. Disponível em: https://ocw.mit.edu/courses/sloan-school-of-management/15-s08-fintech-shaping-the-financial-world-spring-2020/.
- OBSERVATÓRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. O digital chegou – e agora? Retrospectiva 2020, fev. 2021. DOI: http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.33016.37120/1.
- OPEN BANKING BRASIL. Estrutura de Governança, 2020. Disponível em: https://openbankingbrasil.org.br/governanca/.
- OPEN BANKING BRASIL. Fases de Implementação, 2021. Disponível em: https://openbankingbrasil.org.br/fases-de-implementacao/.
- REMOLINA, N. Open Banking: Regulatory Challenges for a New Form of Financial Intermediation in a Data-Driven World. SMU Centre for AI & Data Governance Research Paper nº 05, 2019.
- VIOLA, M.; HERINGER, L.; COSTA, J. Open Banking e Proteção de Dados. Rio de Janeiro, ITS: 2020. Disponível em: https://itsrio.org/wp-content/uploads/2020/11/Relatorio-Open-Banking-e-Protecao-de-Dados.pdf.

9. Entre sinais trocados, a agenda climática enfoca os riscos e deixa de lado a transição verde

- BCB. Consulta Pública nº 82, de 11 de março de 2021. Divulga propostas de normas relativas aos critérios de sustentabilidade aplicáveis na concessão de crédito rural e à caracterização de empreendimentos com restrições de acesso ao crédito rural em razão de dispositivos legais ou infralegais atinentes a questões socioambientais.
- BCB. Consulta Pública nº 85, de 07 de abril de 2021. Divulga conjunto de propostas normativas para o aprimoramento das regras de gerenciamento do risco social, do risco ambiental e do risco climático aplicáveis às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como dos requisitos a serem observados por essas instituições no estabelecimento da Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e na implementação de ações com vistas à sua efetividade.
- BCB. Consulta Pública nº 86, de 26 de abril de 2021. Divulga proposta normativa com vistas ao estabelecimento de requisitos para divulgação de informações sobre aspectos sociais, ambientais e climáticos aplicáveis às instituições enquadradas nos segmentos S1, S2, S3 e S4.
- BCB. Instrução Normativa nº 153, de 15 de setembro de 2021. Estabelece as tabelas padronizadas para fins da divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC).

- BCB. *Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas, v. 1*, set. 2021.
- BCB. Resolução nº 139, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC).
- BRASIL. Decreto nº 1.775, de 8 de janeiro de 1996. Dispõe sobre o procedimento administrativo de demarcação das terras indígenas e dá outras providências.
- BRASIL. Decreto nº 4.340, de 22 de agosto de 2002. Regulamenta artigos da Lei no 9.985, de 18 de julho de 2000, que dispõe sobre o Sistema Nacional de Unidades de Conservação da Natureza - SNUC, e dá outras providências.
- BRASIL. Decreto nº 4.887, de 20 de novembro de 2003. Regulamenta o procedimento para identificação, reconhecimento, delimitação, demarcação e titulação das terras ocupadas por remanescentes das comunidades dos quilombos de que trata o art. 68 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.
- BRASIL. Lei nº 6.001, de 19 de dezembro de 1973. Dispõe sobre o Estatuto do Índio.
- BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, Artigo 68 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.
- BRASIL. Lei nº 9.985, de 18 de julho de 2000. Institui o Sistema Nacional de Unidades de Conservação da Natureza.
- BRASIL. Lei nº 12.651, de 25 de maio de 2012. Dispõe sobre a proteção da vegetação nativa.
- CMN. Resolução nº 4.883, de 23 de dezembro de 2020. Dispõe sobre a consolidação dos dispositivos inseridos nos Capítulos 1, 2 e 3 do Manual de Crédito Rural (MCR), acerca de princípios, conceitos básicos e operação aplicáveis ao crédito rural.
- CMN. Resolução nº 4.943, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações.
- CMN. Resolução nº 4.944, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5), os requisitos para opção por essa metodologia e os requisitos adicionais para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos.
- CMN. Resolução nº 4.945, de 15 de setembro de 2021. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade.
- FREITAS JR., A. M.; BARROS, P. H. B. A expansão da pecuária para a Amazônia legal: externalidades espaciais, acesso ao mercado de crédito e intensificação do sistema produtivo. *Nova Economia*, v. 31, n. 1, p. 303-333, 2021.
- IPCC. *Climate Change 2021: The Physical Science Basis*. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Cambridge University Press, no prelo, 2021.
- ONU. *Glasgow Climate Pact*. Glasgow: ONU, 2021.
- GENIN, C.; FRASSON, C. M. R. O saldo da COP26: o que a Conferência do Clima significou para o Brasil e o mundo. WRI Brasil, 22 nov. 2021. Disponível em: https://wribrasil.org.br/pt/blog/clima/o-saldo-da-cop26-o-que-conferencia-do-clima-significou-para-o-brasil-e-o-mundo.
- JUSTINO, G. Com alta de 29%, desmatamento na Amazônia em 2021 é o maior em 10 anos. Um Só Planeta, 17 jan. 2022. Disponível em: https://umsoplaneta.globo.com/clima/noticia/2022/01/17/com-alta-de-29percent-desmatamento-na-amazonia-em-2021-e-o-

maior-em-10-anos.ghtml.

- MADEIRO, C. Pecuária Responde por 75% do desmatamento em terras públicas da Amazônia. UOL, 27 out. 2021. Disponível em: https://noticias.uol.com.br/meio-ambiente/ultimas-noticias/redacao/2021/10/27/amazonia-87-do-desmate-em-terras-publicas-ocorreu-em-areas-nao-destinadas.htm.

Publicações e Atividades do Observatório do Sistema Financeiro em 2021

Publicações Acadêmicas

- MARTINS, N. M.; DRACH, D. Minsky, Veblen e a endogeneidade das crises no capitalismo. **Brazilian Keynesian Review**, 6(2), p. 267-89, 2020. DOI: https://doi.org/10.33834/bkr.v6i2.229.
- TORRES FILHO, E. T. Minsky: moeda, restrição de sobrevivência e hierarquia do sistema monetário globalizado. **Economia e Sociedade**, 29(3), p. 737-60, 2020. DOI: https://doi.org/10.1590/1982-3533.2020v29n3art03.
- PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. **Macroeconomia da Estagnação Brasileira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada? **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 012, 2021. DOI: http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.16781.05602.
- PAULA, L. F. A crise do coronavírus e as políticas contracíclicas no Brasil: uma avaliação. **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 016, 2021. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_016_2021_DE%20PAULA.pdf.
- RODRIGUEZ, G.; SARNO, P. M. Endeudamiento familiar y pandemia. In: Federici, S.; Gago, V.; Cavallero, L. (Eds.) **¿Quién le debe a quién?** Ensayos transnacionales de desobediencia financiera. Buenos Aires, Tinta Limón: 2021.
- TORRES FILHO, E. T.; ALENCAR, F. B. A. The development of the global derivatives market and the role of the American government. **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 028, 2021. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_028_2021_TORRES%20FILHO_ALENCAR.pdf.
- MARTINS, N. M.; SARNO, P. M.; BOECHAT FILHO, D.; MACAHYBA, L. Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020. **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 029, 2021. DOI: http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.15045.78565.
- MACAHYBA, L.; BOECHAT FILHO, D.; MARTINS, N. M.; SARNO, P. M. Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira. **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 033, 2021. DOI: http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.10452.94083.
- PAULA, L. F.; FERREIRA, M. C. Prociclicidade do Sistema Financeiro e o Buffer de Capital Contracíclico em Basileia III: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana. **Texto para Discussão IE-UFRJ** nº 034, 2021. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_034_2021_PAULA_FERREIRA.pdf.
- GENTIL, D. L.; BRUNO, M. A. P. Endividamento das famílias e expropriação salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além. **Caderno da Reforma Administrativa** FONACATE, nº 26, nov. 2021. Disponível em: https://fonacate.org.br/wp-content/uploads/2021/11/Cadernos-Reforma-Administrativa-N.-26.pdf.

Blog do Observatório do Sistema Financeiro

- Acesse em: https://sites.google.com/view/osfufrj/blog.
- 02/02/21 - Mercados em Guerra: O que você precisa saber sobre a saga da WallStreetBets – Gabriel Porto
- 10/02/21 - Autonomia do Banco Central poderá reforçar desigualdades – Norberto Martins e Morgana Tolentino
- 11/03/21 - 30 anos de liberalização financeira no Brasil: Parte I – Filipe de Castro Vieira

- 17/03/21 - A nova regulação das ofertas públicas no Brasil: por que ela é relevante? – Ernani Torres, Gabriel Porto, Luiz Macahyba e Norberto Martins
- 21/03/21 - 30 anos de liberalização financeira no Brasil: Parte II – Filipe de Castro Vieira
- 06/05/21 - Será mais fácil acessar o mercado de capitais? O que esperar das novas regras de oferta da CVM? – Ernani Torres, Gabriel Porto, Luiz Macahyba e Norberto Martins
- 10/05/21 - Integrando sustentabilidade aos fundos de investimento – Gabriela Goulart e Gabriel Porto
- 17/05/21 - Critérios ambientais, sociais e de governança (ASG): origens, evolução e centralidade – Michelle Godoy
- 11/06/21 - Colocando o sistema financeiro no centro do debate – Norberto Martins e Luiz Macahyba
- 21/10/21 - FinTechs: mais que um nome, um paradigma – Norberto Montani Martins
- 03/11/21 - Novas Tecnologias e as FinTechs: o que há de novo no front – Luiz Macahyba
- 10/11/21 - Inteligência artificial em finanças: as ferramentas que dominaram o setor – Gabriel Porto
- 11/01/22 - Blockchain e Criptoativos: de onde vem e para que servem essas tecnologias? – Moisés Mizrahi
- 17/01/22 - Pagamentos: o cenário atual e as tendências e oportunidades – Dalton Boechat Filho

Sistema Financeiro em Debate 2021

- #01 Retrospectiva 2020. Ernani Torres, Gabriel Porto, Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/fUvS9TMaIdw.
- #02 Ilan Goldfajn: Pix, open banking e as novas tecnologias financeiras. Luiz Macahyba, Norberto Martins e Ilan Goldfajn. Disponível em: https://youtu.be/mqhaxaQMcEM.
- #03 Endividadas: as famílias no Brasil e a crise da covid-19 - Denise Gentil, Luiz Macahyba, Norberto Martins e Paula Sarno. Disponível em: https://youtu.be/ROR7Yk9ccco.
- #04 Luciano Coutinho: O financiamento do investimento no Brasil - Ernani Torres, Luiz Macahyba, Norberto Martins e Luciano Coutinho. Disponível em: https://youtu.be/uXr15hIPmdY.
- #05 O dólar, o Real e a integração financeira brasileira - Bianca Orsi, Luiz Fernando de Paula, Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/9L4xuYaZ-34.
- #06 Quem ganhou e quem perdeu com a pandemia? - Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/TvOHt4YlM4I.
- #07 Antônio Berwanger: O mercado de capitais e a nova regra de ofertas - Luiz Macahyba, Norberto Martins e Antônio C. Berwanger. Disponível em: https://youtu.be/zIbxU3JYM4Y.
- #08 Denise Pavarina: A crise climática e o papel do sistema financeiro - Luiz Macahyba, Norberto Martins e Denise Pavarina. Disponível em: https://youtu.be/bmD8SpAKKBI.
- #09 O dinheiro do futuro: bitcoin, criptomoedas e moedas digitais dos bancos centrais - Luiz Macahyba, Norberto Martins, Daniel Kosinski e Ernani Torres. Disponível em: https://youtu.be/aM90JBUjdxw.
- #10 André Lara Resende: pandemia, dívida pública e sistema financeiro - Ernani Torres, Norberto Martins e André Lara Resende. Disponível em: https://youtu.be/KQNoD-xztv8.
- #11 Juros baixos e fintechs ameaçam os bancos brasileiros? - Dalton Boechat, Luiz Macahyba, Norberto Martins e Paula Sarno. Disponível em: https://youtu.be/l1dc7aLQ0kM.

- #12 Como financiar a transição verde? - Fernanda Feil, Luiz Macahyba, Marco Crocco e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/jb_hKQTFGfI.
- #13 Ricardo Carneiro: Eleições de 2022 e o sistema financeiro - Ernani Torres, Luiz Macahyba, Norberto Martins e Ricardo Carneiro. Disponível em: https://youtu.be/y6uj23KzSwU.
- #14 Financeirização no Brasil e na periferia - Carmem Feijó, Luiz Macahyba, Luiz F. de Paula e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/Xu_tB_28hBQ.
- #15 Open Banking no Brasil - Bruna Cataldo, Carlos Ragazzo, Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/9SyjVzikZ3o.
- #16 Instabilidade financeira na China - Leonardo Burlamaqui, Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/gTdBu1dY8Os.
- #17 Os desafios do real digital - Aristides Cavalcante Neto, Fabio Araujo, Luiz Macahyba e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/KCQOqG3IivE.
- #18 A pandemia e o futuro do crédito no Brasil - Ana Rosa Mendonça, Luiz Macahyba, Marília Cubero, e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/6SLrDQ2eT4c.
- #19 Moedas e bancos comunitários: a experiência da Mumbuca - Fábio Waltenberg, Luiz Macahyba, Manuela Mello e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/5kwqjHnnijc.
- #20 Eduardo Costa Pinto: O mercado financeiro e o ano de 2022 - Dalton Boechat, Eduardo Costa Pinto e Norberto Martins. Disponível em: https://youtu.be/x9iGSe8lZWA.

Retrospectiva do Sistema Financeiro

Organização e edição

Norberto Montani Martins

Gabriel Martins da Silva Porto

Luiz Macahyba

Luiz Fernando de Paula

Arte Gráfica

Paula Baratta

Número: 2 (2021)

Data: Fev/2022