

VARIEDADES DA ATUAÇÃO FINANCEIRA DO ESTADO NA CRISE CLIMÁTICA: EVIDÊNCIAS DO CASO BRASILEIRO

Mario G. Schapiro

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, um volume crescente de produções acadêmicas e relatórios de políticas passou a apontar para as implicações financeiras das mudanças climáticas, destacando em especial duas questões principais. Em primeiro lugar, os estudos têm enfatizado como eventos físicos associados ao aquecimento global, como secas, inundações e furacões, podem causar uma ampla destruição de ativos econômicos, o que, por conseguinte, pode provocar desequilíbrios financeiros associados, entre outros, à inadimplência bancária e à majoração de custos para as seguradoras. Em segundo lugar, os estudos também têm indicado os dilemas associados à transição para uma economia de baixo carbono, um evento que requer coordenação e impulso estatal. Ambas as agendas têm desencadeado mudanças regulatórias em diversos países, com governos nacionais procurando reconstituir seus espaços domésticos para a implementação de um diversificado rol de políticas financeiras climáticas.

Os desafios, presentes e futuros, dessa agenda não são simples. De um lado, há uma premência de que reguladores concebam medidas e programas capazes de proteger seus sistemas financeiros de eventos inesperados e potencialmente causadores de perdas econômicas expressivas. No conjunto de alternativas possíveis, a mais provável é o aumento dos patamares mínimos de capitalização de bancos e seguradoras, a fim de que esses agentes tenham resiliência financeira para resistir a picos de estresse econômico-financeiro. Seria uma espécie de resposta *Basileia plus*, ou *Basileia verde*, em referência às regras prudenciais do Acordo de Basileia. De outro lado, além de soerguer barreiras de contenção, as autoridades financeiras têm também sido instadas a governar a transição para uma economia verde, o que, por sua vez, está associado a dois desafios. O primeiro refere-se à formulação de políticas capazes de gerar capital e de direcionar recursos para atividades econômicas de baixo carbono. O segundo consiste em coordenar a própria transição. Se essa transição for delongada, os efeitos físicos do aquecimento climático tendem a ser ainda mais pronunciados, aumentando assim os custos e as perdas financeiras. No entanto, se for abrupta, pode levar a uma destruição econômica de investimentos hoje vinculados à indústria do carbono, desse modo causando perdas que podem prejudicar a própria constituição de uma economia verde.

O propósito deste artigo é apresentar os primeiros resultados de uma pesquisa sobre a governança financeira da crise climática em países em desenvolvimento. Tomando aqui o Brasil como estudo de caso, procura-se analisar quais respostas regulatórias o país tem apresentado a esses múltiplos desafios. O argumento apresentado é o de que, a par de diversas medidas adotadas, as ferramentas de caráter prudencial, voltadas para proteger o sistema financeiro, avançaram de forma mais consistente e constante do que as medidas de caráter promocional. Em outras palavras, a resposta defensiva tem sido mais robusta do que a resposta indutora, apesar das condições institucionais favoráveis que o Brasil detém, notadamente um conjunto importante de bancos públicos para implementar programas de desenvolvimento coordenados pelo Estado.

Essa análise considera o arranjo institucional da governança financeira brasileira, que, como descreverão as seções a seguir, conta com uma sobreposição de duas camadas institucionais: a camada desenvolvimentista e a camada regulatória prudencial. A camada desenvolvimentista conta com o protagonismo do Estado, sendo constituída pelos bancos públicos e por uma ampla discricionariedade política para direcionar parcela substantiva do crédito de acordo com programas e finalidades governamentais. Tais créditos direcionados abastecem de forma importante segmentos estratégicos, como a agropecuária, o setor habitacional,

a infraestrutura e os investimentos industriais. Por sua vez, desde as reformas de mercado, ocorridas na década de 1990, a regulação bancária brasileira tem aderido aos padrões globais, destacando-se a atribuição de autonomia ao Banco Central e a consecução da supervisão bancária com base em regras prudenciais internacionais. Funcionando em paralelo ao arranjo desenvolvimentista, esse segundo silo institucional compõe a camada regulatória.

A adoção de políticas regulatórias verdes no sistema financeiro brasileiro reflete essa conjugação de camadas institucionais (*layering*, nos termos de MAHONEY; THELEN, 2009). Por um lado, as autoridades desenvolvimentistas têm perseguido políticas de estímulo à transição climática por meio do crédito direcionado e dos bancos públicos, visando assim a favorecer os empreendimentos verdes, em especial a energia renovável e a agricultura de baixo carbono. Por outro lado, o Banco Central do Brasil (BCB) reforçou seu papel de guardião do mercado e estabeleceu regras prudenciais específicas para evitar que passivos verdes viessem a abalar o sistema bancário.

O ponto, no entanto, é que a implementação (*law in action*) de ambas as políticas evoluiu de forma desigual. As iniciativas defensivas lideradas pelo BCB floresceram de forma contínua e consistente, de tal forma que tanto os bancos estatais quanto os privados contam com grandes volumes de capital e parecem estar em posições confortáveis para lidar com perdas climáticas inesperadas. Por determinação do BCB, desde 2014, os bancos brasileiros, estatais ou privados, instituíram diretorias específicas encarregadas de formular políticas corporativas ambientais, bem como de monitorar riscos e passivos socioambientais e ainda divulgar balanços anuais acerca do desempenho verde das instituições financeiras. Antes disso, ainda em 2011, os passivos ambientais já haviam sido incluídos na regulação prudencial bancária. Já as ações desencadeadas pelo Estado desenvolvimentista tiveram um desempenho mais controverso. O volume de recursos direcionados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para a economia verde, por exemplo, teve como seu melhor desempenho, em 2015, uma participação de cerca de 20% do total dos desembolsos do Banco. Desde então, os valores têm diminuído continuamente, tanto em termos absolutos quanto relativos, como se demonstrará a seguir. O financiamento da agricultura de baixo carbono, por sua vez, nunca ultrapassou 2% do crédito total do agronegócio, e o volume de contratos também apresentou queda a partir de 2016.

O artigo procura descrever e discutir essa assimetria nas políticas regulatórias voltadas para as finanças verdes, ressaltando sua diferenças mais evidentes. As seções estão organizadas da seguinte maneira: a seção a seguir analisa brevemente

a literatura sobre regulamentação de finanças verdes, destacando porque e como os bancos centrais e os reguladores estatais, de um modo geral, devem se envolver na crise climática. A terceira seção apresenta um marco analítico para discutir diferentes possibilidades de engajamento estatal nas finanças verdes. A quarta seção utiliza esse marco analítico para examinar as políticas de finanças verdes brasileiras, descrevendo-as como um caso de regulamentação verde defensiva. Por fim, a quinta seção discute os achados e conclui.

2. O QUE OS REGULADORES FINANCEIROS TÊM A VER COM A CRISE CLIMÁTICA?

O Acordo de Paris, celebrado em 2015 no âmbito da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre a Mudança do Clima por ocasião da 21ª Conferência entre as Partes (COP 21), instituiu metas e instrumentos com o propósito de mitigar a emissão de gases associados ao aquecimento global – os gases de efeito estufa (GEE). O Acordo, firmado por 195 países, entre os quais o Brasil, estipulou como uma de suas principais metas “manter a temperatura média global abaixo dos 2°C e envidar esforços para limitar esse aumento a 1,5°C em relação aos níveis pré-industriais”.¹ Conforme indicam os melhores dados científicos disponíveis, esse limiar ainda permitiria uma governança dos impactos e das consequências da mudança do clima sobre a vida no planeta. A partir dessas margens, no entanto, os desdobramentos climáticos tornar-se-iam incertos, tendendo a pontos de inflexão e efeitos de autorreforço (*tipping points*) capazes de comprometer, com razoável probabilidade, a capacidade de resposta aos eventos naturais.

Com o propósito de garantir um tratamento mais efetivo para o problema, o Acordo instituiu um mecanismo de governança moderadamente condizente com a sua urgência. Nos termos assentidos, os países signatários obrigam-se a apresentar e a se comprometer com contribuições nacionalmente determinadas (CND), isto é, metas de mitigação da emissão de carbono e demais gases de efeito estufa, bem como medidas de adaptação de suas sociedades aos inexoráveis efeitos climáticos. As contribuições nacionalmente determinadas devem ser revisadas periodicamente de uma forma progressiva, ou seja, ensejando compromissos nacionais de mitigação e adaptação crescentes ao longo do tempo.

Além disso, o Acordo introduziu o tema do financiamento no repertório de seus instrumentos, fazendo expressa referência ao papel das finanças e dos financiadores como meios indispensáveis para o alcance do objetivo global de redução dos riscos climáticos. O artigo 2.º, 1, c estipula, por exemplo, que as

¹ Disponível em: <https://www.undp.org/content/dam/brazil/docs/ODS/undp-br-ods-ParisAgreement.pdf>. Acesso em: 30 set. 2021.

partes se obrigam a “tornar os fluxos financeiros compatíveis com uma trajetória rumo a um desenvolvimento de baixa emissão de gases de efeito estufa e resiliente à mudança do clima”.² Depreende-se de sua lógica regulatória que as contribuições nacionalmente determinadas devem, portanto, ser conjugadas e compatíveis com um manejo coerente dos mercados de capitais, de tal modo a promover o macro objetivo global de mitigar as emissões e de adaptar as sociedades aos efeitos do aquecimento global.

Desde então, respondendo aos imperativos do Acordo e à mobilização consistente da sociedade civil, nacional e internacional, governos e agências transnacionais deram origem a diversas iniciativas globais voltadas para constituir uma governança financeira ambientalmente adequada. Entre essas iniciativas, destaca-se, por exemplo, a criação de uma rede de bancos centrais voltada para a discussão e a proposição de políticas financeiras verdes – *network for greening the financial system* (NGFS). Fundada em 2017 por um grupo de cerca de dez bancos centrais, a NGFS já reúne cem bancos centrais e instituições financeiras de desenvolvimento. No mesmo sentido, figura a constituição de uma força-tarefa no âmbito do Financial Stability Board dedicada a promover parâmetros regulatórios e taxonomias classificatórias sobre os investimentos verdes, iniciativa que pode reduzir distorções alocativas e coibir os financiamentos verdes de fachada (*green washing*). No âmbito doméstico, estudos têm registrado uma miríade de ações financeiras, defensivas e indutoras, adotadas pelos Bancos Centrais e reguladores financeiros, tanto em países desenvolvidos como em economias emergentes (DIKAU; VOLZ, 2021).

Tais iniciativas baseiam-se em um crescente consenso que tem se firmado entre acadêmicos e formuladores de política pública sobre os limites do kit padrão de ferramentas regulatórias para se enfrentar a crise climática (STERN, 2007; ACKERMAN *et al.*, 2009; CAI; LONTZEK, 2019). Desde o ocaso do Protocolo de Quioto, tornou-se evidente que a mudança climática não é apenas uma falha de mercado, mas provavelmente a maior de todas as falhas, cuja solução requer um conjunto diferente e arrojado de respostas (BOLTON *et al.*, 2020). Concretamente, há três desafios evidentes a serem enfrentados pelos formuladores de política financeira e reguladores econômicos: os riscos físicos da mudança do clima para o sistema financeiro, a necessidade de coordenar a transição e minimizar perdas econômicas associadas a ela, e a própria promoção da transição, notadamente em países em desenvolvimento.

² Sobre isso, ver: <https://www.undp.org/content/dam/brazil/docs/ODS/undp-br-ods-ParisAgreement.pdf>. Acesso em: 30 set. 2021.

É sobre tais desafios que trata o relatório do Bank of International Settlements (BIS), entidade que reúne bancos centrais de diversos países e sedia o Comitê da Basileia, publicado em 2020. Denominado de “Cisne Verde”, em alusão ao jargão “Cisne Negro”, usualmente utilizado para descrever a erupção de crises econômicas inesperadas, o relatório enfatiza como os riscos físicos e econômicos da mudança climática podem ameaçar a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais e global (BOLTON *et al.*, 2020). Desastres naturais, como grandes enchentes, secas e furacões, tendem a causar a destruição física de muitos ativos econômicos, levando, assim, à inadimplência de hipotecas e financiamentos de uma forma geral, além de perdas significativas para a indústria do seguro. Isso sem mencionar os efeitos indiretos, decorrentes de eventuais quedas no nível de atividade que podem reforçar os custos financeiros dos desastres naturais (BOLTON *et al.*, 2020).

Além disso, a transição verde pode, por si só, acarretar dificuldades financeiras para diversas economias. Isso porque uma eventual conversão repentina de investimentos vultuosos relacionados ao carbono em ativos sem valor econômico pode afetar diretamente os agentes do sistema financeiro e, em seguida, gerar consequências negativas para o restante da sociedade (BOLTON *et al.*, 2020), afinal, as perdas financeiras quase nunca se restringem ao sistema bancário. Diante disso, não seria exagerado supor que, dada a dimensão da turbulência financeira, bancos centrais sejam instados a converter seu tradicional papel de prestamistas de última instância em uma atuação de fiador climático, atuando assim como uma espécie de prestamistas climáticos de última instância (BOLTON *et al.*, 2020). Não à toa, para Aglietta e Espagne (2016), a crise climática e os sistemas financeiros estão mutuamente implicados, uma vez que uma transição verde adequada requer uma coordenação financeira significativa.

O leque de desafios financeiros conta ainda com a necessidade de ferramentas indutoras, que garantam uma adequada formação de recursos e a sua mais eficiente canalização para financiar setores de baixo carbono. Apesar das inovações tecnológicas terem reduzido de forma importante o custo de diversos empreendimentos favoráveis ao clima, como a geração de energia eólica, o volume estimado de investimentos para a constituição de uma economia de baixo carbono não é trivial (IEA, 2021). O desafio é ainda maior para os mercados de capitais de países em desenvolvimento, que com frequência contam com sistemas financeiros estruturalmente limitados, conservadores em relação a financiamentos de maior risco e com baixo apetite para investimentos em longo prazo (JONES, 2020).

Se os problemas são comuns e abrangentes, as respostas e prioridades nacionais têm sido diferentes, espelhando os regimes domésticos de economia política. A forma como os países têm desenvolvido suas políticas de proteção ao sistema financeiro,

bem como a coordenação e a indução da transição climática, têm divergido em função da variedade local de capitalismo e da capacidade regulatória das agências e dos bancos centrais. Bangladesh e Índia, por exemplo, têm priorizado respostas estatais voltadas para induzir a transição econômica, em detrimento de medidas de caráter prudencial. Ambos os países introduziram políticas direcionadas de crédito para assim canalizar recursos para empreendimentos verdes. Em Bangladesh, os formuladores de política estipularam regras determinando que os bancos comerciais aloquem 5% do total de seus empréstimos para atividades de baixo carbono (DIKAU; RYAN-COLLINS, 2017). Da mesma forma, os legisladores indianos fizeram do financiamento de energia renovável uma prioridade de política nacional, instituindo empréstimos subsidiados para tais atividades (DIKAU; RYAN-COLLINS, 2017). Na China, os reguladores caminharam em duas direções. Ao mesmo tempo que estabeleceram medidas prudenciais para conter as ameaças climáticas, têm empregado o Banco de Desenvolvimento Chinês e empréstimos direcionados para promover empreendimentos verdes (DIKAU; RYAN-COLLINS, 2017). Outros países têm apostado em soluções de mercado, confiando na constituição de mercados financeiros verdes e estimulado o financiamento privado de tais empreendimentos.

Na diversidade de soluções possíveis, há ainda um ponto adicional referente à implementação das medidas. Para além da diversidade das políticas anunciadas e legisladas, o assim chamado *direito nos livros* (*law in books*), o leque das respostas nacionais é também impactado pelo modo como os países têm efetivamente executado suas políticas financeiras – *o direito em ação*. Em diversos campos e na literatura de regulação bancária, em especial, é conhecida a discrepância que por vezes separa ambos os campos – *o direito nos livros e o direito em ação*. As regras de Basileia, por exemplo, mesmo quando adotadas formalmente, foram implementadas de forma muito distinta entre os países, desde um *compliance* meramente formal até um *compliance* rígido e substantivo, o que levou autores a analisar as diferentes políticas de *compliance* das regras de Basileia (WALTER, 2008; CHEY, 2014; QUAGLIA, 2019; SCHAPIRO, 2021). O mesmo vale para o debate das finanças climáticas. A análise da implementação das medidas revela diferentes preferências e capacidades dos arranjos nacionais.

3. UM MARCO ANALÍTICO PARA A ATUAÇÃO DO ESTADO NO SISTEMA FINANCEIRO

Para compreender as variedades de políticas adotadas e implementadas pelos países no campo das finanças verdes e aquelas em execução no caso brasileiro, este artigo toma parcialmente emprestado as categorias de intervenção estatal elaboradas por Evans (1995) em seu importante livro, *Embedded Autonomy*. Evans

(1995) descreve quatro atuações do Estado na economia: as funções de custódia, de pastoreio, de parteiro e de demiurgo.

O Estado como custodiante desempenha uma função de conservação, ou seja, uma função de normalização e de disciplina do quadro vigente. A função de demiurgo, que não será utilizada neste esquema analítico, diz mais respeito à forma do que propriamente à finalidade da atuação, referindo-se ao estado empresário, isto é, à substituição dos agentes privados pela atuação direta do Estado. As funções de pastoreio e de parteiro trazem como marca distintiva o seu propósito distributivo. A noção de propósito distributivo é facilmente compreendida quando comparada com a função de conservação. Enquanto a ideia de conservação busca caracterizar uma atuação reguladora das condições existentes de alocação dos recursos, a ideia de distribuição implica uma alteração na alocação corrente dos recursos.

Assim, enquanto a função de custódia volta-se para disciplinar os agentes econômicos e prevenir a ocorrência de falhas alocativas, as funções de pastoreio e de parteiro promovem atividades econômicas com o objetivo de fomentar a formação de capital e induzir comportamentos. Para isso, alteram o curso da distribuição regular dos recursos. A diferença entre ambas as formas distributivas refere-se ao perfil de sua atuação, uma vez que o pastoreio estimula os segmentos econômicos existentes e a função de parteiro visa ao nascimento de novas especializações econômicas.

Traduzindo essas funções para o sistema financeiro, a função de custódia é aquela em que os reguladores elaboram e aplicam regras de natureza prudencial, voltadas para preservar as atuais condições de funcionamento dos mercados e os seus mecanismos de alocação financeira. A modalidade mais representativa dessa função de custódia é a exigência de que os bancos constituam reservas de capital, como as estabelecidas pelas regras de Basileia, para assim se protegerem contra desequilíbrios econômicos. Outras ferramentas de caráter prudencial também constituem esse tipo de atuação, como, por exemplo, a realização de testes de estresse, voltados para identificar fragilidades no sistema financeiro. Mecanismos de monitoramento e de transparência para o mercado compõem a lista das ferramentas desenhadas para permitir uma gestão segura dos fluxos econômicos, preservando assim poupadores e tomadores de solavancos financeiros inesperados (TARULLO, 2008; JONES, 2020).

Além da atuação de custódia, os reguladores ou formuladores de política também desempenham papéis distributivos na governança dos sistemas financeiros. Nesse caso, mobilizam ferramentas para canalizar recursos de acordo com objetivos políticos, seja para estimular a economia, como no caso de crises financeiras

episódicas ou persistentes, seja para promover novas atividades. Exemplos disso são os programas de flexibilização quantitativa (*quantitative easing*, ou QE), adotados pelos mais variados bancos centrais na esteira da crise de 2008 ou durante a pandemia de covid-19. Os assim chamados programas de QE buscaram aumentar a oferta de dinheiro disponível nos mercados e, desse modo, contornar a estagnação financeira decorrente dos mencionados eventos adversos. É também o caso do crédito direcionado, geralmente empregado em países em desenvolvimento. Trata-se de uma atuação governamental que usualmente regula a captação de poupança a preços inferiores aos de mercado e direciona tais recursos para aqueles segmentos considerados estratégicos para os objetivos do desenvolvimento nacional. Em ambos os casos, a atuação distributiva tende a ter um caráter de pastoreio, na medida em que visa a fomentar setores já estabelecidos, porém subatendidos pelo sistema financeiro privado.

Tais mecanismos podem também ser utilizados para promover novas capacidades econômicas, ou seja, induzir a formação de setores não existentes ou especialidades muito incipientes. Programas voltados para a indústria nascente ou para políticas de financiamento de capital de risco, por exemplo, seriam, portanto, o equivalente financeiro à função de parteiro descrita por Evans (1995).

Tendo em conta essa classificação, a questão a ser avaliada é como os países têm, de fato, articulado suas políticas de governança financeira entre as economias de base carbono e a economia verde. Dito de outro modo, se há uma variedade de possibilidades para os formuladores de política governarem seus sistemas financeiros, de que forma essa atuação tem sido conduzida *em ação* para abordar as questões associadas à mudança climática? Para essa avaliação, o **Quadro 1** a seguir utiliza as categorias de custódia, pastoreio e parteiro para estabelecer tipos de intervenção estatal tendentes à economia de carbono e tipos tendentes à economia verde.

Atuando na função de custódia, os reguladores podem tanto desenvolver ferramentas de tipo prudencial voltadas para uma preservação tradicional do sistema financeiro como podem estipular regras prudenciais voltadas especificamente para conter riscos advindos da mudança climática (DIKAU; RYAN-COLLINS, 2017). No primeiro caso, a intervenção custodiante segue o curso regulatório atual e lida com ameaças financeiras empregando mecanismos convencionais, como testes de estresse, automonitoramento dos credores e eventuais requisitos de aumentos de capital para compensar exposições arriscadas. No segundo caso, os reguladores entendem as mudanças climáticas como um fenômeno que suscita ameaças financeiras de outra natureza e, como tal, merecem uma resposta especial. Isso

envolve, por exemplo, conceber uma taxonomia para capturar graus de exposição dos credores aos passivos de carbono, avaliar o custo dos danos físicos aos ativos existentes, estimar as perdas de ativos baseados em carbono em função da transição verde e definir um montante específico de capital regulatório destinado a proteger os bancos de todos os riscos relacionados ao clima.

De forma semelhante, as atuações de tipo distributivas também alternam possibilidades voltadas para a economia de carbono e para atuações direcionadas a induzir a economia verde. Para fins analíticos, assume-se que os formuladores de política desempenham um papel de pastoreio sempre que intervêm positivamente na distribuição dos recursos financeiros de forma a beneficiar os segmentos da economia atual, isto é, os setores baseados em carbono. É o caso de programas de QE ou de direcionamento de crédito que não adotam uma discriminação positiva em favor de segmentos verdes. Os formuladores de política podem, por outro lado, desempenhar um papel de parteiro da economia verde, quando, por exemplo, adotam políticas de discriminação positiva para tais segmentos. É o caso de programas de QE ou de direcionamento do crédito que explicitamente favorecem empresas e setores de baixo carbono.

Quadro 1: Quadro Analítico

		Funções Distributivas	
		Pastoreio	Parteiro
Função de Custódia	Regulação Prudencial Verde	Atuação prudencial verde	Atuação verde abrangente
	Regulação Prudencial Convencional	Atuação prudencial convencional	Atuação indutora verde

Elaboração própria.

As diferentes modalidades de intervenção do Estado decorrentes dos tipos de atuação anteriormente descritos dão origem a quatro tipos ideais de políticas de financiamento verde: atuação prudencial convencional, atuação prudencial verde, atuação indutora verde e atuação abrangente.

As políticas regulatórias descritas no eixo vertical esquerdo, a saber, atuação prudencial convencional e atuação prudencial verde, não têm a princípio uma atuação marcadamente distributiva, voltando-se para a disciplina dos mercados

existentes.. A diferença entre ambas se refere à existência de regras prudenciais específicas para os riscos associados ao clima, no caso da *atuação prudencial verde*. Tal diferença pode apresentar impactos indiretos na preferência dos investidores por investimentos verdes, isso apesar de esta atuação não apresentar um conteúdo explicitamente distributivo. A razão para isso advém do fato de que regras prudenciais impactam a alocação de crédito. Ao estipularem um custo para a concessão de crédito, tais regras podem estimular indiretamente determinadas atividades frente a outras. Se, por exemplo, a atuação prudencial verde exigir uma constituição elevada de reservas para cobrir os riscos climáticos e os passivos ambientais, ela pode indiretamente induzir a concessão de mais recursos para seguimentos com passivos menores. Portanto, embora ambas as atuações sejam pouco afeitas a uma distribuição mais pronunciada em favor dos setores verdes, há diferenças entre elas. Isso sem mencionar as respectivas capacidades defensivas de cada qual – a atuação prudencial verde tende a oferecer mais proteção ao sistema financeiro contra os riscos climáticos.

A coluna vertical à direita contempla dois tipos de atuação do Estado mais explicitamente comprometidos com a transição climática. Ambos contam com dispositivos de discriminação positiva voltados para induzir os setores verdes, como QE verde, crédito direcionado ou programas de desembolso de bancos públicos, com taxas de juros subsidiadas. A diferença entre elas situa-se no teor das medidas de custódia. Enquanto a atuação indutora verde não contempla medidas prudenciais específicas para o risco climático, a atuação abrangente incorpora tais medidas.

A seção a seguir utiliza esse quadro para analisar as respostas financeiras implementadas pelo Brasil na agenda climática. Na discussão do caso brasileiro, a unidade de análise é a passagem do direito nos livros para o direito em ação. Assim, o artigo avalia a política de regulação financeira do país como adotada e como genuinamente implementada.

4. AS RESPOSTAS FINANCEIRAS DO BRASIL AOS DESAFIOS CLIMÁTICOS

A resposta brasileira aos desafios climáticos tem tomado, simultaneamente, duas direções. O país adotou medidas prudenciais para salvaguardar o sistema financeiro e ferramentas promocionais para promover a transição verde. No entanto, essas duas direções evoluíram de forma desigual. Os programas prudenciais, que apresentam uma natureza regulatória, ou seja, são ancorados na intervenção pública por meio de regras e voltados para a normalização dos mercados, avançaram de forma consistente, enquanto as ferramentas promocionais, isto é, aquelas com

propósito distributivo, baseadas em estímulos e incentivos estatais, tiveram um desempenho instável. De alguma forma, esse desenvolvimento desigual reflete questões institucionais da governança financeira brasileira (SCHAPIRO, 2021), bem como seus diferentes graus de permeabilidade ao ciclo político-eleitoral.

4.1. Visão Geral do Sistema Financeiro Brasileiro

O sistema financeiro brasileiro reflete uma composição híbrida formada por um Estado desenvolvimentista e um Estado regulador. Bancos estatais, amplos poderes discricionários e empréstimos direcionados a políticas andam de mãos dadas com um Banco Central capaz, poderoso e que tem uma intensa atividade de regulação e supervisão bancárias, incluindo a aplicação consistente das recomendações de capital da Basileia (SCHAPIRO; TAYLOR, 2020; TAYLOR, 2020; SCHAPIRO, 2021).

Estabelecida no apogeu do período desenvolvimentista (1950-1980), a governança financeira brasileira, disciplinada na Lei n.º 4.595/64, conta com uma ampla delegação de poderes para o Executivo, incluindo-se nessa delegação a condução da política monetária, a regulação bancária e a definição de políticas de crédito a serem observadas pelos bancos públicos e privados. Em rigor, a autoridade financeira, como legalmente estabelecido, é o Conselho Monetário Nacional (CMN), um órgão governamental, originalmente de caráter corporativo (FRANCO, 2017), que define as regras e políticas a serem implementadas pelo Banco Central e pelos bancos estatais. Desde o início do arranjo, o CMN desempenhou funções regulatórias e de política pública de forma desvinculada da atuação e da supervisão do Congresso, cumprindo assim o seu mandato legal com baixas restrições institucionais (SCHAPIRO, 2020).

De forma inegável, as reformas econômicas ocorridas na década de 1990, refletindo a difusão global do chamado neoliberalismo regulatório (WALTER, 2008), reverteram em parte o arranjo desenvolvimentista e constituíram uma governança regulatória no segmento financeiro.³ Os bancos estaduais foram quase todos privatizados, o CMN deixou de contar com uma representação de base corporativa e houve um reequilíbrio de poderes entre o CMN e o BC, que se tornou mais proeminente a partir de então (TAYLOR, 2009; SCHAPIRO, 2021). Assim, por meio de reformas administrativas, realizadas com baixa participação do Congresso (SCHAPIRO, 2020; FRANCO, 2017), o Banco Central emergiu como a autoridade financeira e regulatória *de fato*, responsável tanto por perseguir a meta de inflação quanto por fazer cumprir as regras prudenciais globais.

³ Sobre a noção de governança regulatória, ver LEVI-FAUR (2005).

Essa mudança institucional, no entanto, não representou a completa descontinuidade do Estado desenvolvimentista. Apesar da privatização de bancos estaduais, as reformas de mercado não atingiram os bancos estatais federais, que continuaram a desempenhar um papel econômico significativo na economia brasileira (STALLINGS; STUDART, 2006; TAYLOR, 2020; SCHAPIRO, 2021). Dois bancos estatais, o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF), estão entre os cinco maiores bancos brasileiros, junto com outros três bancos privados (Itaú, Bradesco, Santander). O BB é o segundo maior banco brasileiro, com aproximadamente 18% de todos os ativos financeiros, enquanto a CEF é o quarto maior, com cerca de 16% dos ativos do setor (BCB, 2019; VALOR 1000, 2019).

Os referidos bancos estatais e o BNDES, que é um banco de fomento não captador de depósitos, apresentam destacada atuação setorial, principalmente nos segmentos industrial e de infraestrutura (BNDES), habitacional (CEF) e agropecuária (BB). O arranjo desenvolvimentista conta também com empréstimos direcionados, que são executados pelos bancos privados e, sobretudo, pelos bancos públicos, respondendo por cerca de quase metade de todo o estoque de crédito corporativo desembolsado na década de 2010. É o CMN quem estipula as condições financeiras aplicáveis a esse tipo de crédito, disciplinando, por exemplo, os segmentos beneficiados e as taxas de juros correspondentes, que em geral são fixadas abaixo do preço de mercado.

No caso brasileiro, a sobreposição de duas modalidades diferentes de governança econômica – desenvolvimentista e regulatória – permitiu um hibridismo institucional que tem habilitado a combinação de ativismo governamental com estabilidade bancária. Isso significa que os formuladores de política brasileiros têm sido capazes de implementar um conjunto de medidas de incentivo ao mesmo tempo que outro segmento de reguladores, situados no Banco Central, estabelecem e aplicam regras de proteção prudencial ao setor financeiro (SCHAPIRO, 2021). Essa combinação não é trivial, embora ocorra em outros países em desenvolvimento, tanto de renda média, como a China (NÖLKE, 2015), como de renda baixa, como a Bolívia (KNAACK, 2017).

Isso não significa que essa sobreposição de camadas institucionais no caso brasileiro transcorra sem custos. A rigor, a conciliação entre as políticas de desenvolvimento e os objetivos regulatórios de solidez financeira tem ocorrido em um ambiente de oferta restrita de crédito, com um custo médio do crédito elevado, e um acesso desigual ao crédito direcionado. As empresas mais beneficiadas são aquelas situadas em setores bem estabelecidos e portadoras de menor risco relativo, via de regra, grandes empresas e

detentoras de garantias robustas. Foi, pois, essa combinação que chamei de desenvolvimentismo prudencial (SCHAPIRO, 2021), que informa as políticas financeiras verdes adotadas no país.

Além de sua característica tendente a financiamentos conservadores, há um segundo atributo do sistema financeiro nacional que importa para o debate sobre as políticas financeiras verdes.

Trata-se do modo como ambas as modalidades de governança econômica são institucionalizadas. Em comparação, a governança regulatória, centrada no Banco Central, tem contado com maior grau de autonomia em relação ao governo, ao passo que a governança desenvolvimentista apresenta maior aderência ao comando e ao controle do Executivo. A noção de autonomia empregada refere-se àquela debatida por Carpenter (2001), segundo a qual a autonomia da burocracia é uma função de sua especialização funcional, ou seja, de seu domínio técnico sobre uma área de especialidade, e também de sua inserção em redes externas ao governo, as quais oferecem resistências às propostas de mudança política promovidas pelas autoridades eleitas.

No caso do BCB, ambos os fatores têm garantido a autonomia da autarquia nas últimas décadas, mesmo ausentes as garantias legais de independência até 2021. É ilustrativo disso que, desde 1999, todos os presidentes da República mantiveram no cargo um banqueiro central por todo o prazo de seu mandato, evitando demissões no curso da gestão (SCHAPIRO, 2019). Mais do que isso, Codato *et al.* (2016) e Dantas (2019) identificaram que tanto governos de centro-direita, como Cardoso, quanto de centro-esquerda, como Lula e Dilma, nomearam perfis semelhantes para a autarquia. Em todos esses governos, economistas de formação ortodoxa e egressos do mercado financeiro ocuparam as diretorias de política econômica, ao passo que burocratas do próprio BCB ocuparam as diretorias de gestão e de regulação. Isso sugere uma inserção social da autoridade financeira em redes e coalizões relativamente imunes aos diferentes perfis políticos do governo central.

É de se notar que a autonomia do BCB é combinada com uma ampla competência funcional para estabelecer a política regulatória bancária. A adoção das regras prudenciais de Basileia, por exemplo, tem transcorrido sem qualquer necessidade de uma autorização legislativa. Outros países não contam com a mesma liberdade regulatória, como é o caso do Chile, em que a adoção de tais regras prudenciais é condicionada à mudança legislativa (CHO, 2013). Em síntese, a governança regulatória carreada pelo Banco Central conta com autonomia em relação ao governo e amplos poderes regulatórios.

A governança desenvolvimentista, por sua vez, apresenta diferenças no teor de sua autonomia. Embora mantenha-se como um arranjo institucional perene, o sentido e o montante de atuação de suas políticas variam em função do ciclo eleitoral. Como descrevem Colby (2013) e Schapiro (2017), o BNDES, por exemplo, conta com uma delegação discricionária, isto é, seu mandato é bastante aberto, tornando sua atuação dependente do comando e do controle do Executivo. Vale dizer, a atuação do BNDES não é estabelecida a partir de uma delegação legal, que estipula os setores e as condições para a atuação do banco. Outros bancos de desenvolvimento, como o Banco do Canadá, detêm um mandato estreito, baseado em uma definição legal de seus propósitos, instrumentos e mecanismos de avaliação (RUDOLPH, 2009). Sua atuação é, portanto, menos sujeita às opções de política do governo.

Em suma, as políticas de crédito direcionado e a atuação dos bancos públicos, como o BNDES, seguem as bases e as diretrizes da autoridade política do Executivo. O perfil de nomeação de seus dirigentes confirma essa descrição: diferentes governos indicam diferentes perfis para essa posição, como mostram os trabalhos com metodologia de rede realizados por Klüger (2017) e Tokumoto *et al.* (2021).

4.2. A Atuação do Estado nas Finanças Verdes Brasileiras: Abrangente nos livros, defensiva e instável em ação

A primeira onda de políticas de finanças verdes no Brasil ocorreu já na década de 1990, na esteira da Cúpula do Clima Rio 1992. Por volta de 1995, os bancos estatais adotaram protocolos voluntários para monitorar o financiamento de empreendimentos antiecológicos, especialmente o desmatamento ilegal (BNDES, 2011).⁴ Essa iniciativa pioneira foi posteriormente difundida para bancos privados, que também desenvolveram as primeiras versões de mecanismos de *compliance* para evitar o financiamento de projetos ambientalmente controversos.

Em rigor, os bancos públicos e privados têm fortes incentivos para se afastar de empreendimentos duvidosos, dado o vigoroso sistema jurídico brasileiro de proteção ambiental. Tal arranjo compreende, entre outros, a Lei Ambiental, de 1981, a Lei de Ação Civil Pública, de 1985, a Lei de Crimes Ambientais, de 1998, e o Código Florestal, de 2012, que estipulam mecanismos de ação e punições para aqueles que infringirem os comandos legais concernentes ao meio ambiente. A aplicação das regras recai tanto sobre os órgãos administrativos, como o Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Sustentáveis (Ibama), quanto sobre os órgãos judiciais, como o Ministério Público e os Tribunais, que

⁴ Sobre isso, ver: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anuar_2011/Capitulos/atuacao_institucional/o_bndes_e_protocolo_verde.html. Acesso em: 30 set. 2021.

dispõem de recursos legais e institucionais para monitorar biomas críticos e, eventualmente, processar e condenar os infratores ambientais. Embora o sistema legal ambiental não seja à prova de falhas – e falhas relevantes, como mostra o desmatamento persistente da Amazônia e do Cerrado –, os bancos são agentes expostos e, portanto, sujeitos aos radares desse conjunto normativo.

Uma evidência disso é a atuação do Superior Tribunal de Justiça (STJ) na temática do financiamento ambiental. Em julgado que se tornou célebre, o Ministro Herman Benjamin decidiu que os bancos têm responsabilidade objetiva por atividades danosas ao meio ambiente. De acordo com a decisão exarada pela Corte, os bancos devem arcar com os danos ambientais mesmo que não tenham sido negligentes, nem financiado diretamente os projetos danosos ao meio ambiente (STJ – 2ª T. – REsp 650.728 / SC – j. 23/10/2007). Muito embora essa orientação não tenha tido desdobramentos concretos no âmbito do Tribunal, a afirmação acarretou em desdobramentos em outros âmbitos, notadamente no Banco Central.

A assertividade do Tribunal fez com que o Banco Central do Brasil adotasse iniciativas regulatórias desde logo, em um movimento que parece ter sido orientado para salvaguardar a sua jurisdição. O BCB já havia implementado largamente as regras internacionais de capital, as chamadas regras de Basileia, e a organização do sistema bancário já contava com ampla concentração e bancos dotados de um volume robusto de capital. Tais condições facilitavam a estipulação de novos requisitos regulatórios, como aqueles vinculados a passivos ambientais.

Assim, em 2008, o Banco Central avocou para si o protagonismo da regulação financeira ambiental. Às medidas de *compliance* adotadas pelos bancos na década de 1990, o BCB acrescentou novos requisitos especiais que os credores deveriam observar para financiar negócios na Amazônia, por exemplo (Resolução n.º 3.545/2008). Desde então, os protocolos voluntários tornaram-se obrigatórios e todos os agentes financeiros passaram a ter o dever de monitorar para quem e o quê estão financiando.

Posteriormente, em 2011, o BCB inseriu os passivos ambientais na regulamentação prudencial. A Circular n.º 3.547 tornou obrigatório o monitoramento desses passivos, exigindo que os bancos os incluíssem em seu processo interno de avaliação da adequação de capital (ICAAP).

O ICAAP é um procedimento regulatório de automonitoramento introduzido por Basileia II que estabelece aos bancos o dever de avaliar a sua exposição financeira e, eventualmente, aumentar o seu capital para compensar os riscos detectados. Portanto, a partir do ano de 2011, a avaliação da adequação de capital

dos bancos brasileiros passou a incluir não apenas ameaças financeiras típicas, como os riscos de crédito e de mercado, mas também passivos ambientais.

O novo ICAAP de 2011 abriu caminho para a Resolução CMN n.º 4.327 de 2014, que implicou ainda mais deveres prudenciais verdes para os bancos. Além do automonitoramento estabelecido pela Circular n.º 3.547, os credores passaram a ter que estabelecer uma diretoria específica encarregada de formular políticas ambientais e de divulgar a exposição dos bancos a atividades potencialmente gravosas ao meio ambiente. Como parte da Resolução CMN n.º 4.327, os bancos devem divulgar relatórios anuais contendo uma avaliação de seu desempenho verde, bem como suas ações e políticas na área. Embora a Resolução tenha entrado em vigor em 2014, o Banco Central anunciou a proposta regulatória e a abertura de uma consulta pública a respeito em 2012, durante a Cúpula Internacional do Clima Rio+20 – um anúncio oportuno para sinalizar o compromisso dos reguladores domésticos com a agenda climática.

As próximas etapas envolvendo regras prudenciais seguiram a mesma direção, com as autoridades financeiras e os bancos brasileiros convergindo para padrões, instituições e iniciativas globais relacionadas à crise climática. Em 2018, os credores se mobilizaram para implementar a diretriz do Financial Stability Board sobre transparência dos financiamentos e investimentos climáticos. Posteriormente, o Banco Central filiou-se à já mencionada NGFS, uma rede de bancos centrais voltada para promover políticas financeiras verdes. Por último, o CMN e o BCB lançaram, em 2021, um novo arcabouço regulatório ainda mais abrangente, que substituirá a Resolução n.º 4.327, de 2014. As novas medidas regulatórias são estabelecidas por meio de um conjunto de resoluções que constituem a nova política do BCB para a agenda climática. Entre elas, destaca-se a Resolução CMN n.º 4.945, que estipula obrigações prudenciais estritamente orientadas aos passivos climáticos, indo, desse modo, além das disciplinas anteriores que tratavam o clima como parte dos passivos ambientais.

O cronograma a seguir (**Quadro 2**) resume o conjunto das atuações do Estado na governança das finanças verdes. O quadro destaca os eventos climáticos globais na linha superior e as políticas locais na linha inferior. Nos termos do marco analítico estabelecido anteriormente, as medidas locais englobam tanto aquelas de caráter prudencial, voltadas para a conservação do sistema financeiro, como as de caráter distributivo, voltadas para induzir a transição para uma economia de baixo carbono.

Quadro 2: Cronograma das Políticas Globais e Locais sobre Mudança Climática

Ano	1992	1994	1995	1997	2008	2009	2010	2011
Evento Global	Eco 92 Conferência Internacional do Clima	Convenção Quadro da ONU sobre Mudança do Clima	Bancos públicos adotam protocolo verde	Protocolo de Quioto	Regulação das atividades de financiamento na Amazônia	Acordo de Copenhagen: Brasil se compromete a reduzir GEE entre 36,1% e 38,9% até 2020	Decreto 7.390 – Planos setoriais de redução das emissões e programa de agricultura de baixo carbono	Circular BC 3.547 – Inclusão dos passivos ambientais no monitoramento dos bancos
Evento Local						Lei 12.187 – Lei sobre a Política Nacional de Mudança do Clima União passa a capitalizar os bancos públicos		
Ano	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2021
Evento Global	Conferência Rio+20		Acordo de Paris		Rede de bancos centrais verdes – NGFS			
Evento Local	BC anuncia regulação sobre política socioambiental dos bancos	Resolução CMN 4.327 entra em vigor	Contribuição Nacionalmente Determinada – Redução das emissões em 37% até 2025 e 43% até 2030	Diretrizes sobre <i>green bonds</i> (Febraban) Bancos públicos passam a devolver recursos da capitalização	Bancos públicos passam a devolver para a União recursos do programa de capitalização	Roteiro elaborado pela Febraban sobre as recomendações da força tarefa do FSB sobre investimentos verdes (Febraban)	BC torna-se membro da NGFS Crise na governança do Fundo Amazônia	BC anuncia nova política de regulação verde, com ênfase na mudança climática

Fontes: ONU, BCB, NGFS, BNDES. Elaboração própria.

Paralelamente à intervenção de tipo custódia, as autoridades brasileiras também têm estabelecido políticas para promover a transição para uma economia de baixo carbono. A Lei de Mudanças Climáticas, de 2009, estabeleceu a meta brasileira de emissões de gases de efeito estufa, tornando assim obrigatório o compromisso internacional que os enviados brasileiros haviam anunciado voluntariamente durante a Cúpula de Copenhague, em 2009. A Lei, que determinou uma redução das emissões entre 36,1% e 38,9% até 2020, inscreveu os bancos e bancos públicos, em particular, como principais instrumentos da política para atingir os objetivos climáticos.

Ato contínuo, em 2015, já no âmbito do Acordo de Paris, o Brasil apresentou sua contribuição nacionalmente determinada (CND), na qual se comprometeu a reduzir suas emissões em 37% até 2025 e 43% até 2030 – tendo como base as emissões registradas em 2005 (BRASIL, 2015). A CND brasileira detalhava ainda os meios para o alcance da meta global de redução das emissões, especificando, entre outros, os objetivos de incrementar a participação das fontes de energia renovável no *mix* energético (dos atuais 40% para 45% até 2030) e a atenção para a agricultura de baixo carbono.

Em atendimento à Lei de Mudanças Climáticas e espelhando a conjuntura política, o BNDES definiu linhas de crédito para financiar investimentos verdes, notadamente energia renovável e transporte público. Nesse mesmo sentido, as autoridades governamentais no âmbito do CMN conceberam programas de crédito direcionado, com taxas de juros subsidiadas, para promover atividades agrícolas de baixo carbono. Os planos Inova Agro e ABC têm procurado estimular práticas agrícolas inovadoras com baixo impacto ambiental, em especial o manejo adequado do solo, a preservação de florestas e práticas de fixação do nitrogênio (SILVA; VIEIRA FILHO, 2020).

No entanto, as iniciativas de caráter parteiro, dotadas de objetivos distributivos e indutores de novas capacidades econômicas, têm progredido de forma menos consistente do que as medidas de tipo custódia. Em rigor, a atuação do Estado como parteiro tem espelhado a menor aptidão da governança financeira para promover atividades de maior risco ou inovadoras.

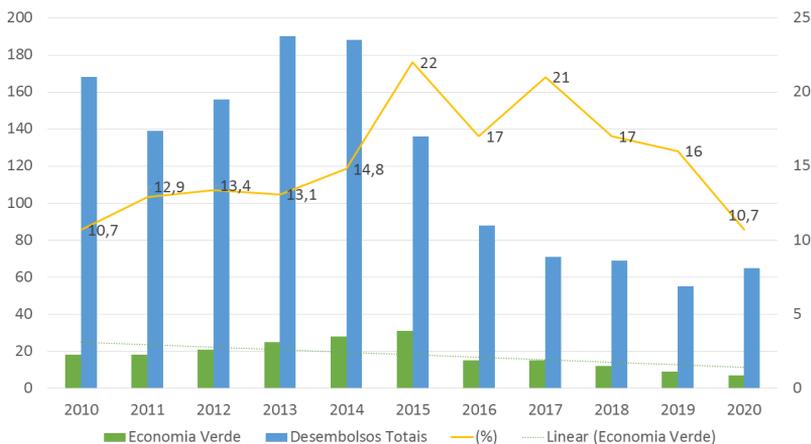
Além das restrições institucionais, o financiamento verde tem também refletido as preferências do ciclo político-eleitoral. Embora essa agenda tenha contado com governos mais simpáticos ao seu desenvolvimento, a transição verde ainda não foi elevada à condição de máxima prioridade política.

Nos Governos Lula e Dilma, por exemplo, o financiamento público da economia verde alcançou as taxas mais altas, mas figurou como coadjuvante em relação aos demais objetivos relacionados a crescimento, emprego e renda. É de se notar que a Lei de Mudança do Clima, embora bastante avançada, tenha sido sancionada com vetos que não são irrelevantes. Dois desses vetos referem-se a diretrizes sobre o paulatino abandono das fontes energéticas de combustível fóssil e sua substituição por fontes renováveis (art. 4.º, III e art. 10.º). Nas razões do veto, o presidente Lula argumentou que “o dispositivo

pretende indicar as formas de substituição dos combustíveis fósseis na matriz energética brasileira. Essa indicação, entretanto, não está adequadamente concatenada com as necessidades energéticas do País, o que pode fragilizar a confiabilidade e a segurança do sistema energético nacional” (BRASIL, 2009). É evidente que a segurança energética importa, mas é válido mencionar que os dispositivos vetados não traziam restrições autoaplicáveis, mas, sim, normas programáticas, de orientação política.

Nos governos subsequentes, os desembolsos públicos para empreendimentos verdes foram sensivelmente retraídos em função da redução da participação do Estado na economia e também como reflexo da agenda ambiental do governo, no caso do Governo Bolsonaro. A orientação liberal do Governo Temer restringiu a atuação dos bancos públicos, que passaram a devolver para a União os recursos que haviam recebido do Governo Federal entre 2009 e 2014, em uma ação de capitalização que sustentou o ativismo estatal daquele período.⁵ Com isso, o volume global dos desembolsos realizados pelos bancos públicos, como o BNDES, diminuiu, afetando os aportes para a economia verde. Já a partir de 2019, não só o volume total desembolsado pelo BNDES diminuiu, como caiu também a participação dos financiamentos da economia verde no montante global desembolsado. No ano de 2020, o montante desembolsado para a economia verde atingiu o menor patamar da década, chegando aos mesmos 10,7% com os quais o BNDES iniciou a série, em 2010 (**Gráfico 1**).

Gráfico 1: Desembolsos do BNDES – Total, Verde e Percentual



Fonte: BNDES.⁶

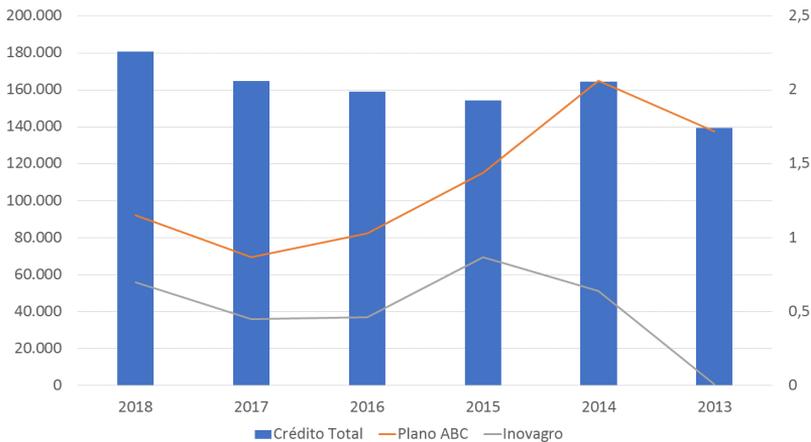
⁵ Sobre a devolução dos recursos, ver: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional> e <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/06/12/caixa-anuncia-devolucao-de-r-3-bilhoes-ao-tesouro-nacional.ghtml>. Acesso em: 30 set. 2021.

⁶ Informações disponíveis em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/estatisticas-operacionais-sistema-bndes> e <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/responsabilidade-social-e-ambiental/nossos-resultados/desembolsos-e-economia-verde-desenvolvimento-social>. Acesso em: 30 set. 2021.

Os programas de agricultura de baixo carbono também tiveram um desempenho restrito e sujeito a instabilidades. Os planos Inova Agro e o ABC nunca ultrapassaram 2% de todo o crédito concedido ao agronegócio, e estudos conduzidos por Silva e Vieira Filho (2020) revelaram as limitações de impacto do programa no universo dos beneficiados. Os autores identificaram entraves burocráticos e dificuldades de governança como alguns dos principais obstáculos para sua implementação satisfatória.

Para além disso, o trabalho revela uma mudança de padrão no desenho do Plano ABC a partir de 2016, também refletindo a mudança no contexto político. As taxas de juros do programa foram elevadas do patamar de 5,0% ao ano para um intervalo entre 7,5% e 8,0%. Com a queda da taxa Selic, as taxas do ABC e da Selic convergiram em 2017, tornando o programa menos atrativo. Um indicador disso é a queda no volume de contratos anuais do Plano ABC, que figurava em torno 8.000 no Plano Safra de 2014/2015 e passou a um patamar de cerca de 2.500 no Plano Safra de 2017/2018.

Gráfico 2: Programas de Agricultura Verde pelo Total dos Desembolsos



Fonte: BCB.

A vulnerabilidade política dos programas da economia verde é particularmente evidente no caso do Fundo Amazônia. O fundo foi estabelecido em 2008, por meio do Decreto n.º 6.527, para captar doações e utilizar o valor principal arrecadado, bem como o retorno financeiro de suas aplicações, para custear atividades de controle do desmatamento e atividades sustentáveis na Amazônia Legal. O fundo é gerido pelo BNDES e contava com uma governança tripartite, estabelecida entre governo federal, governos estaduais e sociedade civil. Os principais doadores do

fundo têm sido os governos da Noruega (94,5%), da Alemanha (5%) e a Petrobrás (0,5%), totalizando mais de R\$ 2 bilhões no período.⁷

Em 2019, o Governo Bolsonaro interveio no fundo, destituindo conselheiros e, em seguida, revogando a participação da sociedade civil. Desde então, os doadores internacionais bloquearam novos repasses e a execução do fundo passou a ser objeto de disputa judicial. Os partidos de oposição PSB, PSOL, PT e REDE ajuizaram duas Ações Diretas de Inconstitucionalidade por Omissão no STF (ADO 59 e 60) requerendo que seja reconhecida a omissão da União em relação à paralisação do Fundo Amazônia e do Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima).⁸ Os casos aguardam decisão.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo procurou apresentar as primeiras evidências de uma agenda de pesquisa voltada para comparar a regulação financeira verde em curso nos países em desenvolvimento. Considerando o cenário do Brasil, o trabalho descreveu a adoção de um amplo rol de medidas e políticas, tanto de caráter de custódia quanto de caráter distributivo (parteiro). Nos termos da estrutura analítica do trabalho, pode-se, portanto, apontar que as finanças verdes *nos livros* têm contado com um arranjo regulatório abrangente. No entanto, avaliando o modo de sua implementação, o artigo procurou ressaltar a existência de uma defasagem entre ambos os vetores de intervenção do Estado. A governança *em ação* das finanças verdes indica uma prevalência das funções de custódia sobre as de funções distributivas, isto é, atuações tendentes a induzir a transição econômica. A conservação ou a defesa do sistema financeiro ante riscos climáticos parece estar em um ritmo de implementação mais assertivo e acelerado do que o papel transformador das finanças.

Certamente, ambas as medidas, as de custódia e as distributivas, são de complexidades diferentes, já que a introdução de monitoramento corporativo e de índices de adequação de capital em um sistema bancário já altamente capitalizado envolve menos custos e interfaces do que alocar recursos para novos empreendimentos. Mesmo assim, não é irrelevante constatar como os programas de indução alcançaram um volume de baixo a moderado em seu melhor momento e diminuíram daí em diante, quando deveriam ter aumentado, como determina a lógica regulatória do Acordo de Paris. É ainda intrigante o fato de que o BCB tem sido capaz de anunciar novas medidas de regulação verde e de apresentar uma agenda climática mesmo em uma conjuntura governamental bastante antipática a essa pauta.

⁷ Informação disponível em: <http://www.fundoamazonia.gov.br/pt/fundo-amazonia/doacoes/>. Acesso em: 30 set. 2021.

⁸ Sobre isso, ver: <https://portal.stf.jus.br/noticias/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=445224&ori=1>. Acesso em: 30 set. 2021.

Tais achados jogam luz sobre dois temas importantes. O primeiro é sobre o espaço e as preferências de política que foram institucionalmente estabelecidos com a composição de camadas em voga no país, uma composição que, no limite, sobrepõe os resquícios de um Estado desenvolvimentista e o advento de um Estado regulador, derivado das reformas neoliberais globais. Desde os anos 1990, o Brasil tem procurado jogar dois jogos simultaneamente. A governança econômica aderiu aos múltiplos e contínuos códigos globais, como Basileia I, em 1995, Basileia II, em 2004, e Basileia III, em 2011, e outras tantas regras e políticas globais, como regras de contabilidade e dispositivos do mercado de capitais. Ao mesmo tempo, o Estado desenvolvimentista brasileiro manteve-se como um artífice importante da organização econômica. Esse caminho híbrido não é comum. Os demais países da América Latina tiveram um grau de adesão ao neoliberalismo financeiro mais substantivo. O México, por exemplo, chegou a ter mais de 80% de seus ativos bancários detidos por bancos estrangeiros. Os países da Ásia, por sua vez, lidam com as restrições regulatórias internacionais de um modo pragmático e muitas vezes optam por um *compliance* meramente formal como maneira de preservar seu capitalismo de Estado. Foi assim com a Coreia do Sul nos anos 1990 (WALTER, 2008) e tem sido assim com o Vietnã atualmente (TRAN-THI; VU-THANH, 2020). No Brasil, o sistema bancário cumpre de forma substantiva as regras e políticas globais, ao mesmo tempo que tem se mantido brasileiro e com larga participação do Estado.

A opção pela conciliação também tem custos. O sistema financeiro brasileiro é seguro e estável, porém caro e avesso a riscos. A orientação política do crédito existe, atende a segmentos importantes, mas tem um viés conservador. Assim como as políticas de inovação não prosperaram, as políticas verdes ainda não deram causa a um Estado desenvolvimentista verde, como já parece ocorrer na Coreia do Sul (KIM; THURBON, 2015). O perfil dos beneficiados pelas políticas públicas de competitividade no Brasil revela uma predileção por empresas grandes, seguras e com plano de negócios voltados para investimentos previsíveis em setores estabelecidos – usualmente *commodities*.

Há uma variedade de atributos institucionais que importam para esse resultado, das concepções de política industrial às regras de capital incidentes sobre os bancos (públicos, inclusive), passando pelos mecanismos de controle do Estado. Todos esses atributos estão associados à formação de preferências no modo como o Estado intervém na economia brasileira. A questão é a sobrevivência dessa conciliação. Será possível levar a cabo a agenda verde conciliando a governança desenvolvimentista e a governança regulatória neoliberal? Até o momento, essa conciliação

tem sido possível pela sua afinidade eletiva com uma alocação conservadora do crédito, mas esse quadro é compatível com a necessidade de se promover novos empreendimentos, potencialmente mais arriscados?

O segundo tema suscitado pelas evidências coletadas refere-se ao modo de governança dos mecanismos de atuação do Estado. O Banco Central e a regulação bancária têm contado com maior grau de autonomia em relação ao governo do que as políticas de caráter distributivo, mais atreladas à governança desenvolvimentista. Essa diferença ficou bastante evidente com o governo Bolsonaro. O efeito das investidas do governo contra a agenda climática teve uma repercussão importante sobre as medidas distributivas, notadamente sobre o Fundo Amazônia, mas teve pouco impacto sobre o Banco Central e suas iniciativas de regulação prudencial verde. Mais uma vez, não se trata de comparar programas de complexidades diferentes, mas é relevante observar que o Banco Central, mesmo já contando com um estoque de ferramentas regulatórias verdes, deu um novo passo em um cenário político adverso e tem procurado ampliar o espectro de sua regulação na área do clima.

Essa diferença suscita o debate sobre um potencial *trade-off* entre espaço político (*policy space*) e estabilidade política. O espaço político do governo sobre o BCB e sua política regulatória é baixo, como ilustra o perfil semelhante das indicações para sua diretoria, a despeito da inclinação ideológica da coalizão governante. Isso significa uma menor ascendência sobre a autarquia e uma maior restrição para a adoção de medidas que porventura encontrem poderosos atores de veto. Mas também é verdade que esse limite tende a garantir maior estabilidade de suas políticas ante solavancos eleitorais. As limitações e a estabilidade da política monetária talvez sejam os mais eloquentes dos exemplos.

Já a condição do arranjo desenvolvimentista é oposta. Nesse arranjo, o governo conta com maior espaço político para a implementação de sua agenda. É o que ilustram os diferentes perfis do BNDES nas últimas décadas. O banco foi financiador de privatizações com Cardoso, promotor de políticas industriais com Lula e Dilma, artífice de ajuste fiscal com Temer e reorientado nos temas verdes sob Bolsonaro. Mas a maior liberdade de formular uma agenda nova implica, por conseguinte, maior liberdade para desfazer a agenda anterior.

Esse debate não é novo, mas se tornou mais difícil e urgente com a crise climática. A conciliação entre legitimidade e efetividade desde há muito perturba a governança das políticas públicas. E o problema tende a se tornar mais complexo, dado o fato de que a governança do clima lida com uma crise sem precedentes e dispõe sobre interesses de atores ainda ausentes.

6. REFERÊNCIAS

ACKERMAN, Frank *et al.* Limitations of Integrated Assessment Models of Climate Change. **Climatic Change** v. 95, n. 3-4, p. 297-315, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10584-009-9570-x>.

AGLIETTA, Michel; ESPAGNE, Étienne. **Climate and Finance Systemic Risks, more than an Analogy?** The Climate Fragility Hypothesis. CEPII Working Paper No 2016-10. [S. l.]: abr. 2016. Disponível em: http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2016/wp2016-10.pdf.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2019**. Brasília: 2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/REB_2019.

BNDES – BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Relatório Anual 2011**. [S. l.]: 2011. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2011/.

BOLTON, Patrick *et al.* **The Green Swan**: Central banking and financial stability in the age of climate change. [S. l.]: jan. 2020. Disponível em <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>.

BRASIL. **Mensagem n.º 1.123, de 29 de dezembro de 2009. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima – PNMC e dá outras providências**. Portal Câmara dos Deputados, Brasília, DF, 2009. Disponível em <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2009/lei-12187-29-dezembro-2009-599441-veto-121757-pl.html>. Acesso em: 11 out. 2021.

BRASIL. **Intended Nationally Determined Contribution Towards Achieving the Objective of the United Nations Framework Convention on Climate Change**. [S. l.]: 2015. Disponível em <https://www4.unfccc.int/sites/ndcstaging/Published-Documents/Brazil%20First/BRAZIL%20iNDC%20english%20FINAL.pdf>.

CAI, Yongyang; LONTZEK, Thomas S. The Social Cost of Carbon with Economic and Climate Risks. **Journal of Political Economy**, v. 127, n. 6, p. 2.684-2.734, dez. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/701890>.

CARPENTER, Daniel. **The Forging of Bureaucratic Autonomy**: Reputations, networks, and policy innovation in executive agencies, 1862-1928. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

CHEY, Hyoung-kyu. **International Harmonization of Financial Regulation?** The politics of global diffusion of the Basel Capital Accord. London: Routledge, 2014.

CHO, Young B. **Why do countries implement Basel II?** An analysis of the global diffusion of Basel II implementation. Thesis (Doctor of International Relations) – London School of Economics and Political Science, London, 2013.

CODATO, Adriano *et al.* Economic Mainstream and Power: A profile analysis of Central Bank directors during PSDB and PT governments in Brazil. **Nova Economia**, v. 26, n. 3, set./dez. 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0103-6351/2845>.

COLBY, Seth Stevens. **Searching for Institutional Solutions to Industrial Policy Challenges:** A case study of the Brazilian development bank. Thesis (Doctor of Philosophy) – Johns Hopkins University, Baltimore, 2013.

DANTAS, Eric Gil. **A Autonomia do Banco Central do Brasil:** Uma proposta de mensuração a partir do perfil dos seus diretores (1985-2016). Tese (Doutorado em Ciência Política) – Setor de Ciências Humanas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/66445>.

DIKAU, Simon; RYAN-COLLINS, Josh. *Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies.* **New Economic Foundation**, 27 out. 2017.

DIKAU, Simon; VOLZ, Ulrich. **Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance.** *Ecological Economics*, v. 184, Junho 2021.

EVANS, Peter B. **Embedded Autonomy:** States and industrial transformation. New Jersey: Princeton University Press, 1995.

FRANCO, Gustavo H. B. **A Moeda e a Lei:** Uma história monetária brasileira, 1933-2013. São Paulo: Zahar, 2017.

IEA – INTERNATIONAL ENERGY AGENCY. **NET Zero by 2050:** A roadmap for the global energy sector. [S. l.]: 2021. Disponível em https://iea.blob.core.windows.net/assets/beceb956-0dcf-4d73-89fe-1310e3046d68/NetZeroBy2050-ARoadmapfortheGlobalEnergySector_CORR.pdf.

JONES, Emily. **The Politics of Banking Regulation in Developing Countries:** Risk and Reputation. Oxford: Oxford University Press, 2020.

KIM, Sung-Young; THURBON, Elizabeth. **Developmental Environmentalism:** Explaining South Korea's ambitious pursuit of green growth. **Politics & Society**. v. 43, n. 2, p. 213-240, jun. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0032329215571287>.

KLÜGER, Elisa. **Meritocracia de Laços: Gênese e reconfigurações dos economistas no Brasil.** Tese (Doutorado em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

KNAACK, Peter. An Unlikely Champion of Global Finance: Why is China exceeding global banking standards? **Journal of Current Chinese Affairs**, v. 46, n. 2, p. 41-79, 2017.

LEVI-FAUR, David. (2005) The Global Diffusion of Regulatory Capitalism. **The Annals of the American Academy**, v. 598, n. 1, p. 12-32, mar. 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0002716204272371>.

MAHONEY, James; THELEN, Kathleen. A Theory of Gradual Institutional Change. In: MAHONEY, James; THELEN, Kathleen. **Explaining Institutional Change: Ambiguity, agency, and power**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

NÖLKE, Andreas. International Financial Regulation and Domestic Coalitions in State-Permeated Capitalism: China and global banking rules. **International Politics**, n. 52, 743-759, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/ip.2015.17>.

QUAGLIA, Lucia. The Politics of State Compliance with International “Soft Law” in Finance. **Governance**, v 32, Fevereiro 2019.

RUDOLPH, Heinz P. **State Financial Institutions: Mandates, governance, and beyond**. [S. l]: World Bank Group, nov. 2009. (Policy Research Working Papers). Disponível em: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5141>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Legalidade ou Discricionariedade na Governança de Bancos Públicos: Uma análise aplicada ao caso do BNDES. **Revista de Administração Pública**, v. 51, n. 1, jan./fev. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0034-7612155828>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **A Regulação Executiva da Moeda: A variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República**. **Revista de Direito Administrativo**, v. 279, n. 2, p. 141-183, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/rda.v279.2020.82008>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Prudential Developmentalism: Explaining the combination of the developmental state and Basel Rules in Brazilian banking regulation. **Regulation & Governance**, 2021 (early view). Disponível em: <https://doi.org/10.1111/rego.12389>.

SCHAPIRO, Mario Gomes; TAYLOR, Matthew M. The Political Economy of Brazil’s Enigmatic Central Bank, 1988-2018. In: YAĞCI, Mustafa. (ed.). **The Political Economy of Central Banking in Emerging Economies**, Routledge, 2020. p. 168-181.

SILVA, Felipe Pinto; VIEIRA FILHO, José Eustáquio Ribeiro. **TD 2.568 – Avaliação de Impacto do Programa de Agricultura de Baixo Carbono no Brasil**. Brasília: Ipea, 2020.

STALLINGS, Barbara; STUDART, Rogério. **Finance for Development: Latin America in comparative perspective.** Washington, D.C.: Brooking Institute Press, 2006.

STERN, Nicholas. **The Economics of Climate Change: The Stern Review.** Cambridge: Cambridge University Press, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817434>.

TARULLO, Daniel K. **Banking on Basel: The future of international financial regulation.** Washigton, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2008. 256 p.

TAYLOR, Matthew M. Institutional Development through Policy-Making: A case study of the Brazilian Central Bank. **World Politics**, v. 61, n. 3, 2009.

TAYLOR, Matthew M. (2020) **Decadent Developmentalism: The political economy of Brazil.** Cambridge: Cambridge University Press, 2020. 348 p.

TOKUMOTO, Alessandro *et al.* Specialists and Politics: The recruitment of presidents and directors of BNDES in the PSDB and PT administrations. **Braz. Political Sci. Rev.**, v. 15, n. 2, e0006, maio 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1981-3821202100020005>.

TRAN-THI, *Que-Giang*; VU-THANH, Tu-Anh. *Vietnam: The dilemma of bringing global financial standards to a socialist market economy.* In: JONES, Emily. (ed.). **The Politics of Banking Regulation in Developing Countries: Risk and reputation.** Oxford: Oxford University Press, 2020.

VALOR 1000. 1000 maiores empresas e as campeãs em 25 setores e 5 regiões. **Valor**, 2019. Disponível em https://especial.valor.com.br/valor1000/2019/ranking100maioresbancos/maiores_em_operacoes_de_credito.

WALTER, Andrew. **Governing Finance: East Asia's adoption of international standards.** Ithaca: Cornell University Press, 2008. 256 p.