

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS

DEYSIANNE ULHÔA DE CARVALHO

**FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE NO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO:
UM ESTUDO ENTRE OS ANOS DE 2008-2014**

Varginha/MG
2016

DEYSIANNE ULHÔA DE CARVALHO

**FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE NO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO:
UM ESTUDO ENTRE OS ANOS DE 2008-2014**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Gestão Pública e Sociedade pela Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha. Área de concentração: Gestão Pública e Sociedade.

Orientador: Thiago Fontelas Rosado Gambi.

Coorientador: Bernardo Pádua Jardim de Miranda.

Varginha/MG
2016

Carvalho, Deysianne Ulhôa de.

Financeirização e fragilidade no Setor Público brasileiro: um estudo entre os anos de 2008-2014 / Deysianne Ulhôa de Carvalho. - 2016.

84 f. -

Orientador: Thiago Fontelas Rosado Gambi

Coorientador: Bernardo Pádua Jardim de Miranda

Dissertação (mestrado em Gestão Pública e Sociedade) - Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha, 2016.

Bibliografia.

1. Finanças públicas - Brasil. 2. Dívida pública. 3. Política econômica - Brasil. I. Gambi, Thiago Fonteles. II. Título.

CDD: 338.981

DEYSIANNE ULHÔA DE CARVALHO

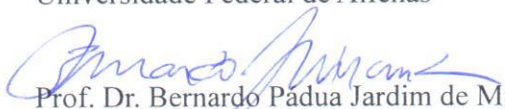
**FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE NO SETOR PÚBLICO: UM ESTUDO
ENTRE OS ANOS DE 2008-2014**

A Banca examinadora abaixo-assinada aprova a dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Gestão Pública e Sociedade pela Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha. Área de concentração: Gestão Pública e Sociedade.

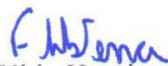
Aprovada em: 16/11/2016.



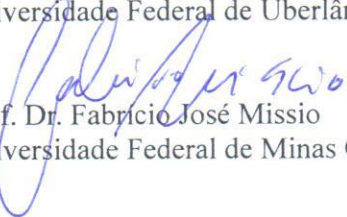
Prof. Dr. Thiago Fontelas Rosado Gambi.
Universidade Federal de Alfenas



Prof. Dr. Bernardo Pádua Jardim de Miranda.
Universidade Federal de Alfenas



Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra.
Universidade Federal de Uberlândia



Prof. Dr. Fabricio José Missio
Universidade Federal de Minas Gerais.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais. Pai, você é meu porto seguro. A você eu agradeço o apoio, as palavras de incentivo e o exemplo de ser humano esforçado, lutador e crente que, como o senhor mesmo costuma dizer, “somos o que quisermos ser”. Mãe, a você eu agradeço a doçura e os sorrisos espontâneos que sempre me mostram uma forma leve de viver. Agradeço por estar sempre atenta e antecipar tantos auxílios, de toda natureza, antes mesmo de qualquer pedido meu. Agradeço a convivência com uma professora apaixonada pela profissão que fez com que o meu gosto pelo saber partisse do seu exemplo. Obrigada, pai e mãe, por compreenderem e aceitarem as minhas escolhas, por tanto amor e tanto bem. Eu amo vocês!

À minha irmã, Adryanne, eu agradeço a cumplicidade, a amizade e a alegria de tê-la como parte da minha história, da minha vida.

Aos demais familiares eu agradeço por entenderem as minhas ausências, pelos mimos a cada retorno para casa e pela união que sempre me deu a certeza de que tenho para quem e para onde voltar, a qualquer tempo.

Obrigada, Antônio, por ter sido a pessoa com a qual pude me mostrar verdadeiramente e por você ter cuidado disso de forma tão respeitosa. Obrigada por todo apoio, principalmente ao longo do processo seletivo – fase tão determinante na minha vida. O meu desejo é que você sempre esteja por perto.

Ao querido Arley Camillo eu agradeço por ter aceitado o desafio de estudar inglês comigo durante as etapas de seleção e por ter acreditado que seria possível, ainda que em pouquíssimo tempo de estudo, a alegria da aprovação. Obrigada pelo carinho, pelos ensinamentos de conteúdo e de vida, por sua amizade que tanto prezo.

Ao Reginaldo Cardoso eu agradeço por ter sido meu mentor e incentivador, pelos ensinamentos que carrego comigo desde a graduação. Sem você a caminhada acadêmica teria sido mais sofrida, quiçá, impossível.

À Cristiane Santos, professora do ICSA/UFOP, agradeço os auxílios e conselhos nos momentos “pré-mestrado”.

Aos professores do ICHS/UFOP, Andréa Lisy e Emílio Maciel, pela oportunidade de ter sido parte de suas turmas também nos momentos “pré-mestrado”. Agradeço, inclusive, aos colegas dessas disciplinas: Gilson, Bianca, Matheus, Lucas, Helen e Dalton.

Kelly, a você eu agradeço a amizade que nasceu, inocente e forte, lá na 2ª série do ensino fundamental. Obrigada por estar sempre presente, mesmo que estejamos em continentes diferentes, pelas risadas, pelas conversas, enfim, por termos crescido juntas, em tamanho, idade e maturidade.

Helen, obrigada pelas leituras de tantos trabalhos e correções de português, pelas conversas e orações.

Obrigada, Ricardo, por estar sempre atento a ajudar-me, pelas orientações, incentivos e pela disposição em sempre me ouvir.

Amanda, lembrarei por toda a vida dos momentos que passamos juntas em Varginha, sobretudo dos nossos cafés e risadas.

Colegas do mestrado, Wagner, Bia, Fabíola, Vânia, André e Celina, obrigada pela convivência. De modo muito especial, agradeço à Eveline e à Larissa, duas queridas que conquistaram lugares só delas no meu coração. Agradeço, ainda, aos demais colegas que a UNIFAL/Varginha me permitiu conhecer: Karol, Lau, Jonathan, Gi, Ju, Alípio.

Aos professores da UNIFAL/Varginha eu agradeço pelos conhecimentos transmitidos. Aos professores Thiago Gambi, Henrique Wellen e Virgílio Oliveira, eu devo dizer que foram inspiradores.

Ao meu orientador, Thiago Gambi, e ao meu coorientador, Bernardo Miranda, eu agradeço a confiança em mim depositada, a paciência e a compreensão nos meus momentos difíceis e a parceria em desenvolver esta dissertação.

Aos professores da banca, Fábio Terra e Fabrício Missio, eu agradeço a disponibilidade, bem como todas as contribuições que fizeram para melhoria deste trabalho.

Ao secretário da Pós-Graduação, Marcel Pereira, e ao Eduardo Vieira, do departamento de Extensão, eu agradeço a atenção e prontidão em auxiliar-me.

Ao Claiton e demais funcionários da UNIFAL/Varginha eu digo obrigada por tê-los conhecido.

À Capes eu agradeço o auxílio financeiro durante todo o mestrado.

Aos colegas de trabalho da FAMA-FEMAR/Mariana, agradeço a convivência.

Aos ex-alunos desta instituição, pelo momento de crescimento profissional. Ao Jarbas Filho, e, de modo particular, ao seu pai, José Jarbas, eu agradeço a oportunidade de iniciar a docência.

Aos atuais colegas de trabalho e alunos da UEMG/Campanha eu agradeço a alegria de estar junto e aprender ainda mais com vocês.

Aos meus conhecidos de Varginha: Danilo, Andréa, Adenice, Carlinhos, Rô, Mirian, Júlio, Maia e familiares, Dona Bia, Sr. Nivaldo, obrigada por ter podido contar com vocês e por serem referências para mim, estando eu tão longe de casa.

A todos os meus amigos que, felizmente, são muitos, eu agradeço. De modo especial ao Pedro, Nilson, Vander, Adriana, Allãn, Hugo, Marquinhos, Kaio, Josi, Totoca, o meu muito obrigada.

Finalmente, ressalto a minha gratidão pela chance de cursar o mestrado e a felicidade de compartilhar agora, com todos os meus, a conclusão deste trabalho que é, para mim, um projeto de vida.

RESUMO

O processo de financeirização intensificou-se após a década de 1970, devido a uma série de transformações político-econômicas ocorridas nesse período, movidas pela ideologia neoliberal. A financeirização é um fenômeno que se sustenta de forma independente do crescimento real da economia, pois o capital se reproduz sem, necessariamente, possuir relação direta com o processo produtivo. Com esse descolamento, as finanças se ampliam, formando um cenário de fragilidade financeira para os agentes econômicos. Em países em desenvolvimento ou periféricos, a financeirização ocorre de modo específico, fazendo com que o Estado fique fragilizado, diferente das economias desenvolvidas onde o processo atinge mais fortemente o setor privado. Essa característica justifica o estudo da fragilidade do Setor Público brasileiro, cujo objetivo é analisar como o processo de financeirização o impactou, no período 2008-2014, exatamente no contexto em que ocorria uma grande crise no setor financeiro com repercussão global. Para realizar o estudo proposto, a metodologia consistirá na revisão bibliográfica, na coleta e análise dos dados dos relatórios contábeis do Setor Público brasileiro e na utilização do índice de fragilidade financeira aplicado ao Setor Público elaborado por Terra *et al* (2009). No Brasil, o processo de financeirização é conduzido pelo endividamento do Setor Público, considerado o fundamental eixo da acumulação rentista-patrimonial. Esse processo tem sido intensificado pela política de manutenção de taxas de juros elevadas e, conseqüentemente, intrincado as finanças do Setor Público, de modo que seus gastos financeiros, permanentemente alimentados por altas taxas de juros, favorecem o crescimento da dívida pública. Essas circunstâncias regem o Estado para uma situação de fragilidade financeira, à la Minsky, comprometendo sua capacidade de atuar como agente anticíclico e mantendo-o refém dos interesses do capital financeiro. Os resultados obtidos permitem concluir que o Setor Público brasileiro está, de fato, fragilizado e que isso se deve à forma com que a financeirização ocorre no Brasil.

Palavras-chave: Financeirização. Fragilidade Financeira. Setor Público.

ABSTRACT

The financialization process after the 70 decade has enhanced due to a succession of political and economical transformations occurred in this time lapse, induced by a neoliberal ideology. Financialization is such a phenomenon that is apparently self sustained within an independent way apart from the real growth of economy, since the capital reproduces itself without necessarily keeping direct relation with the productive process. With such detachment, finances will broaden and making up a scenery of finance fragility for the economical agents. In non developed or peripheral countries financialization occur on a specific way by conveying the State to fragility, differently of developed economies where process reaches private sector more strongly. Such characteristic justifies itself the very study of fragility of Brazilian public sector, which main objective is the understanding of how financialization process had impacted it, 2008-2014 term, right at the context when a great crisis in the finance sector had been in course and with a global rebounding as well. In order to accomplish the proposed study, the methodology will consist of bibliographic revisal, collecting and analysis of accounting reports data of Brazilian Public Sector and the use of financial fragility index as well, practiced by the Public Sector developed by Terra et al (2009) In Brazil financialization process has been conducted by the indebtedness of Public Sector, thus considered the fundamental axis of patrimonial-rendering accumulation. Such process has been enhanced by the maintenance of raised interest tax policy, resulting intricate the Public Sector finance so that its continuous finance expenditure supplied by high interest taxes, favours the growth of public debt. Those circumstances drive the State into a “Minsky way” finance fragility position, jeopardizing its competence role of an “anticycling” agent, and keeping it likewise hostage of the finance capital. These attained results follows that Brazilian Public Sector in fact is weakened and this due to means and ways financialization occur in Brazil.

Key words: Financialization. Financial Fragility. Public Sector.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Riqueza fictícia (estoque mundial de ativos financeiros) e renda real mundial (PNB) US\$ trilhões.....	38
Gráfico 2 – Base de investidores da dívida interna (em %)......	57
Gráfico 3 – Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro, 2008 a 2014.....	62
Gráfico 4 – Taxas de juros (média), 2000 a 2014.....	67
Gráfico 5 – Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic, 2008 a 2014.....	68
Gráfico 6 – Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro, 2008 a 2014.....	71
Gráfico 7 – Taxas de juros, produto interno bruto e índices de fragilidade financeira, 2000 a 2014.....	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indexação da dívida pública federal (produto nacional bruto) R\$ bilhões.....	54
Tabela 2 – Consolidação das contas públicas – receitas totais e despesas (correntes e financeiras), 2008 a 2014, em R\$.....	61
Tabela 3 – Índice de fragilidade financeira do setor público, 2008 a 2014.....	62
Tabela 4 – Produto interno bruto brasileiro.....	65
Tabela 5 – Dívida pública brasileira (% PIB).....	68
Tabela 6 – Taxas de crescimento médias anuais do produto interno bruto real.....	74

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	FINANCEIRIZAÇÃO, FRAGILIDADE E ESTADO	17
2.1	O CONCEITO DE FINANCEIRIZAÇÃO.....	17
2.1.1	A abordagem neoliberal.....	17
2.1.2	A abordagem marxista.....	20
2.1.3	A abordagem regulacionista.....	26
2.1.4	A abordagem pós-keynesiana.....	28
2.2	FRAGILIDADE E ESTADO.....	32
3	FINANCEIRIZAÇÃO E ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000	37
3.1	O CONTEXTO PÓS-1970: A ASCENSÃO DAS FINANÇAS.....	37
3.2	O DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL FINANCEIRO E A CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE 2008.....	41
3.3	A EVOLUÇÃO DAS FINANÇAS NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DOS ANOS 2000.....	45
4	FRAGILIDADE DO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO	52
4.1	A FINANCEIRIZAÇÃO PELA RENDA DE JUROS – DÍVIDA PÚBLICA	52
4.2	A TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA APLICADA AO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO.....	58
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	76
	REFERÊNCIAS	79

1 INTRODUÇÃO

O capitalismo atual, orientado pela ideologia neoliberal, é caracterizado por um novo regime de acumulação de capital, definido pelos regulacionistas franceses como financeirização. De acordo com Boyer (2004), a origem do modo de regulação financeirizado se deu por meio da multiplicação das inovações financeiras (como a criação de novos produtos financeiros, *hedge* e derivativos) por meio da abertura ao fluxo de capital internacional e do surgimento dos investidores institucionais, como fundos de pensão, companhias de seguro especializadas em aposentadorias complementares e clubes de investimento.

Essa nova fase do capitalismo resulta do movimento histórico do capital e das diversas transformações ocorridas, principalmente, a partir da década de 1970, como o fim do acordo econômico internacional estabelecido na Conferência de Bretton Woods, o primeiro choque do petróleo, o processo de estagflação e a crise do keynesianismo-fordismo. Essas transformações proporcionaram maior flexibilidade ao capital financeiro que, concomitantemente à desaceleração do crescimento econômico tendencial nos países capitalistas desenvolvidos, como apontado por Aglietta (2004), estimulou a dominância das finanças em relação ao sistema produtivo.

O desenvolvimento das finanças possibilitou o crescente volume de ativos financeiros detidos por bancos, investidores institucionais e, mais recentemente, pelas pequenas e médias empresas, além das famílias. Esse desenvolvimento financeiro deve ser entendido pela força da lógica da valorização financeira da riqueza que prevalece no capitalismo atual, no sentido de que o capital tende a se reproduzir, cada vez mais, através do esquema D-D' (MARX, 1988), isto é, de maneira independente da produção.

Com esse descolamento, as finanças se ampliam formando um cenário de fragilidade financeira para os agentes econômicos. Enquanto nas economias desenvolvidas a financeirização atinge mais fortemente o setor privado, nas economias de países em desenvolvimento o processo acontece de modo particular, fragilizando o Estado. No caso do Brasil, o Estado é tão envolvido pela financeirização que acaba alimentando-o, via títulos da dívida pública, cujas características são as elevadas rentabilidade e liquidez. A partir dessas características, o Estado garante demanda para seus papéis, na medida em que vai satisfazendo os interesses rentistas dos demais agentes econômicos, a ponto de transformar a dívida pública em uma expressão da riqueza do capitalismo contemporâneo (FERNANDES, 2009).

Além dessa característica, que explica, primeiramente, o estudo da fragilidade do Setor Público¹ brasileiro, objeto desta pesquisa, o presente trabalho justifica-se por, em segundo lugar, discutir teoricamente o processo de financeirização e seus efeitos macroeconômicos ainda escassos para o caso do Brasil, a destacar os trabalhos apresentados por Bruno *et al* (2001) e Terra *et al* (2009). Essa discussão possibilitará compreender a “alta finança moderna²”, pois, como nos lembra Braga (2009), sem compreendê-la não se compreende o capitalismo dos nossos dias. Em terceiro, por propor um estudo que analisa os impactos da financeirização na estrutura patrimonial do Setor Público brasileiro. Estudos que partem desta perspectiva também são raros para o caso do Brasil, a destacar os de Fernandes (2009) e Miranda (2013). E, por último, por utilizar como recorte temporal o contexto em que ocorria uma crise financeira de alcance global, além de serem os anos pós 2008 o período a dar sequência ao trabalho apresentado por Terra *et al* (2009) que abrange o período anterior, de 2000 a 2007.

Considerando o peso da dívida pública como uma das principais fontes de renda financeira no Brasil, o objetivo desta pesquisa é analisar o impacto da financeirização sobre o Setor Público brasileiro. Para isso, serão analisados os valores consolidados das demonstrações contábeis do governo federal para os anos de 2008 a 2014. As despesas com juros e amortizações da dívida pública do Estado brasileiro são significativas, pois se percebe que parcelas cada vez maiores do PIB brasileiro são comprometidas por causa da dívida pública que se tornou, como diz Fernandes (2009), fonte indutora da financeirização da economia brasileira.

A hipótese aqui apresentada é a de que o processo de financeirização afeta o Setor Público de maneira peculiar, fragilizando-o por meio do aumento da dívida pública e pagamento de seus encargos. Isso se dá pelo fato de os agentes econômicos terem o Estado como alavanca da financeirização e a perversidade dessa situação é que parte da dívida é paga pelos pobres, dada a estrutura tributária regressiva do país. Por fragilidade financeira entende-se a movimentação que uma unidade econômica tem entre as posições financeiras que, segundo Minsky (2009), podem ser *hedge*, especulativa ou *Ponzi*. Na situação *hedge*, o agente econômico é capaz de cumprir, através das receitas esperadas convertidas em fluxo de caixa, seus compromissos financeiros tanto no tempo presente quanto no tempo futuro, configurando para o um déficit nominal maior ou igual a zero. Na situação especulativa, os fluxos de receita são inferiores aos pagamentos financeiros, sendo possível apenas efetuar o pagamento de juros,

¹ Entenda-se como o que engloba todas as esferas do governo e, desse modo, todas as receitas e despesas que a ele se referem (ALÉM & GIAMBIAGI, 2000 *apud* TERRA, 2011).

² Segundo Paulani (2006, p. 10), as “altas finanças” são uma espécie de rótulos dados pelos marxistas-braudelianos e os pós-keynesianos aos interesses afinados com a ideologia neoliberal.

não conseguindo pagar o principal de suas dívidas, indicando uma situação em que o Setor Público ainda assegura o superávit primário. Na situação *Ponzi*, as receitas esperadas não são o bastante para quitar nem mesmo o principal e os juros da dívida. Neste sentido, estará mais fragilizado financeiramente o agente econômico que mais caminhar para uma situação *Ponzi*.

Para realizar o estudo proposto, a metodologia consistirá na revisão bibliográfica, na coleta e análise dos dados dos relatórios contábeis do Setor Público brasileiro e na utilização do índice de fragilidade financeira aplicado ao Setor Público elaborado por Terra *et al* (2009). Esse índice, inspirado na teoria da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky, foi desenvolvido a partir da posição de equilíbrio, na qual as receitas totais do Setor Público, deduzidos seus gastos correntes, equivalem ao montante dos gastos financeiros.

Diante dessa condição de equilíbrio, estabelece-se que: sendo o índice maior que 1 (um), a situação financeira do Setor Público é *hedge*; sendo o índice encontrado, a partir da fórmula, um valor entre 0 (zero) e 1(um), a situação financeira é especulativa; e, por fim, se o índice calculado resultar em um valor menor que 0 (zero), a situação financeira desse agente econômico será *Ponzi*. A análise da fragilidade confirma o papel central do Estado brasileiro no processo de financeirização.

Este trabalho compreende, além desta introdução, três capítulos seguidos das considerações finais. No primeiro capítulo, será feita uma apresentação teórica conceitual do processo de financeirização. Além disso, será discutido como esse processo pode causar fragilidade financeira aos agentes econômicos, particularmente ao Estado.

No segundo capítulo, será feita contextualização histórica, a fim de compreender as transformações econômicas e políticas ocorridas a partir da década de 1970 que tornaram possível esse processo. É preocupação desse capítulo explicar a influência da financeirização tanto na ocorrência da crise global de 2008, originada nos Estados Unidos, quanto na forma pela qual se dá no Brasil, considerando seu desenvolvimento mais significativo a partir dos anos 2000. A financeirização na economia brasileira possui a peculiaridade de “desenvolver-se sobre a base da renda de juros e ter como eixo o endividamento público” (BRUNO *et al*, 2009). Com o endividamento e o compromisso de pagamento da dívida, o Setor Público brasileiro alimenta o processo de financeirização ao mesmo tempo em que compromete seus gastos sociais por ter que assegurar superávits primários, e move-se para uma situação mais propensa à de fragilidade financeira, desenvolvida por Minsky (2009).

No terceiro capítulo, será realizado um estudo de caso para o Setor Público brasileiro. À luz da teoria da fragilidade financeira de Minsky (2009), serão analisados os dados

econômicos das contas de despesas e receitas públicas do Brasil no período que compreende os anos de 2008 a 2014. Pretende-se, ainda, discutir a atuação do Estado brasileiro frente ao capital e as implicações disso ante o cenário macroeconômico para, finalmente, tecer as considerações finais.

2 FINANCEIRIZAÇÃO, FRAGILIDADE E ESTADO

A ideia de que as várias transformações econômicas e políticas que ocorreram a partir da década de 1970 resultam de fatos históricos que foram determinantes para o surgimento de uma nova fase do capitalismo parece ser aceita por estudiosos de diferentes matizes teóricos. Entretanto reconhecer a existência dessa nova fase não significa o mesmo que admitir uma única explicação para o funcionamento do sistema capitalista atual.

Interessa, então, apresentar um panorama geral das principais teorias que buscam explicar o processo de financeirização, bem como os eventos que lhe são intrínsecos, evidenciando as perspectivas marxista, regulacionista e pós-keynesiana – postas criticamente em relação à perspectiva liberal.

2.1 O CONCEITO DE FINANCEIRIZAÇÃO

2.1.1 A abordagem neoliberal

Após os “trinta anos gloriosos” do capitalismo, o retorno das crises nos anos pós-1970 resgata o debate do caráter cíclico do capitalismo que, até então, parecia ter sido eliminado através da efetivação das políticas econômicas keynesianas. Porém essa volta das crises abriu espaço no campo conservador para o renascimento dos autores da corrente neoclássica e representou um grande golpe sobre o keynesianismo (BOCCHI, 2000). Além desse, outro evento que teria antecipado o renascer neoliberal, segundo Moraes (2001), foi um problema fundamentalmente político: a sobrecarga do Estado. Diante disso, os autores neoclássicos pronunciavam o receituário de que era preciso diminuir as decisões administrativas do controle político, com a justificativa de que o “Estado de bem estar”, aparentemente benfeitor por buscar proteger o cidadão das adversidades, acaba produzindo, na busca por equidade, ineficiência, paga pelo mesmo cidadão que, num primeiro momento, procurava socorrer.

Teóricos influenciados pela teoria ortodoxa desenvolveram o liberalismo clássico e reuniram-se, como diz Beaud (2004), por uma fé na teoria neoclássica, pela convicção de que o mercado livre é o mecanismo mais eficaz para distribuir e alocar os recursos e por uma atitude fundamental de persistência face à intervenção do Estado na economia.

Enquanto ideologia, os neoclássicos preservam os pressupostos do *laissez-faire*, crendo nas virtudes do sistema econômico em produzir, por suas próprias forças, o pleno emprego e o bem-estar social, sendo desnecessária a intervenção governamental na economia, exceto no controle da oferta de moeda (CORAZZA, 1996).

De modo geral, a teoria neoclássica buscou compreender os fenômenos econômicos sob o pressuposto de que derivam de decisões individuais de agentes racionais, negligenciando a articulação social desses indivíduos, bem como as condições e limites do exercício de sua racionalidade (ARIDA, 2002). Ou seja, em suas teorias não há trabalhadores nem capitalistas, apenas indivíduos que fazem trocas e, nesse sentido, recusam os conflitos socioeconômicos para preservarem a ideia de que só há indivíduos maximizadores em harmonia. Nesse arcabouço teórico, interessa tratar, especificamente, sobre o mercado de capitais, pois será a prévia necessária para versar sobre as finanças.

De acordo com a concepção neoclássica, a intermediação financeira, via mercado de capitais, possui a função de alocar fundos emprestáveis dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Para isso, os intermediários³ incumbem-se de realizar as transações de títulos de dívida entre os agentes superavitários e deficitários, baseadas na poupança dos agentes superavitários.

A teoria neoclássica do mercado de capitais acredita que o financiamento dos investimentos das empresas na acumulação de capital requer o acúmulo prévio de poupança por parte dos agentes superavitários. Essa poupança, no agregado da economia, é uma função da taxa real de juros, ou seja, do ganho financeiro para esses agentes abrirem mão de gastar todo o dinheiro que possuem.

De acordo com Plihon (1995), no passado, a função do sistema financeiro internacional era garantir o financiamento do comércio mundial e dos balanços de pagamentos, a fim de minimizar seus desequilíbrios. Porém, a partir de 1986, os fluxos financeiros internacionais progrediram significativamente, a ponto de não mais poderem ser relacionados às necessidades

³ Bancos, caixas econômicas e as cooperativas de crédito. Essas instituições captam depósitos à vista e, em contrapartida, oferecem a seus clientes, pessoas físicas e jurídicas, contas de depósito que são utilizadas para movimentação de recursos e para pagamentos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016a. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/PapelDosIntermediariosFinanceiros.asp>>. Acesso em: 20 jan. 2016).

reais da economia mundial, uma vez que se desenvolveram de acordo com sua própria lógica, predominantemente especulativa⁴.

Para Plihon (1995), o papel desempenhado pelos Estados nacionais nesse contexto pode ser observado de dois modos. Em primeiro lugar, ao realizar a desregulamentação e a “destaxação” das operações financeiras, o que facilitou a mobilidade internacional do capital financeiro, processo este inscrito no âmbito da liberalização dos movimentos de capitais, que se iniciou nos Estados Unidos e alastrou-se pelo mundo. Em segundo lugar, por contribuir para o desenvolvimento das finanças mundiais ao recorrerem aos mercados financeiros internacionais para financiar suas dívidas. Segundo o autor, o crescimento do mercado internacional de títulos de dívida foi sustentado pelos empréstimos públicos e, desde então, a dívida pública constitui o suporte privilegiado das aplicações internacionais.

O que importa entender é que, para os neoliberais, o movimento das finanças, a partir da década de 1970, ocorre conforme a teoria que os orienta, na qual se salienta a eficiência do mercado de capitais ao agir livremente. Isso é, não admitem que o desenvolvimento das finanças internacionais corresponda a uma mudança sistêmica, ao que os críticos a desse processo denominam “financeirização”.

Nesse ponto, o mercado de capitais relaciona-se à financeirização, sob a imposição da ideologia neoliberal (desregulamentação e liberalização financeira), a partir da convicção de que é mais eficiente na alocação de recursos. Martini (2014) explica que, dentro da perspectiva neoclássica, o mercado financeiro é livre e eficiente, capaz de conduzir a um equilíbrio em que as taxas de juros, a poupança agregada e a taxa de crescimento do produto situem-se num nível geral ótimo. Em suma, enfatiza-se a ideia de que a “mão invisível” possibilitará atuações dos agentes econômicos de modo racional e eficiente, preservando o máximo de liberdade, correspondentemente ao modelo teórico basilar para essa corrente. Nessas condições, não há, supostamente, espaço para problemas decorrentes da ascensão das finanças em relação ao crescimento real da economia, tampouco para se admitir a existência do processo de “financeirização”.

Desta forma, há pouco papel para a ação política, já que qualquer pressão para a queda da taxa de juros seria contrabalanceada pela redução da poupança por parte dos agentes, o que restringiria a oferta de fundos emprestáveis. A ação estatal só seria capaz de incentivar

⁴ Segundo Plihon (1995), a definição clássica de especulação é dada em 1939 por Kaldor, e significa “compra ou venda de bens com a intenção de revenda (ou recompra) num momento ulterior, quando a ação é motivada pela esperança de uma modificação do preço vigente e não por uma vantagem decorrente do uso do bem, uma qualquer transformação ou a transferência de um mercado a outro” (KALDOR *apud* PLIHON, 1995 p. 63).

investimentos se ocorrer no sentido de melhorar os fundamentos dos investimentos, reduzindo riscos sistêmicos e melhorando a produtividade dos fatores de produção. Isso é, com a desregulamentação e liberalização financeiras, a generalização dos mercados financeiros subtrai dos governos nacionais grande parte de seu poder, limitando suas atuações por meio de política macroeconômica fiscal e monetária.

A perspectiva neoliberal apresenta-se como a solução para a crise do capitalismo no contexto pós-1970, ressaltando a ideia de que indivíduos atuam com base nos interesses individuais num processo desprendido e livre da intervenção estatal sendo, por essa razão, sempre mais eficiente. Assim como os indivíduos, o mercado de capitais, autônomo e independente do Estado, funciona como intermediário financeiro sob perfeitas condições, alocando recursos entre agentes deficitários e superavitários, sempre movidos por ações racionais. Desse modo, o desenvolvimento das finanças não pode denotar uma mudança sistêmica, muito menos acarretar problemas de natureza estrutural.

Entretanto o distanciamento observado entre a teoria que defendem essas escolas e a realidade sistemática do capitalismo tornou necessária a busca pela discussão de outras correntes teóricas que reconhecem as diferentes questões socioeconômicas dos indivíduos entre si e propõem explicações mais próximas da realidade, e não apenas explicações correspondentes a um modelo de funcionamento macroeconômico.

2.1.2 A abordagem marxista

Na visão dos marxistas, o processo de financeirização é admitido e sua noção parte de uma importante distinção feita por Marx entre duas formas específicas de capital financeiro: o capital portador de juros e o capital fictício, que hoje chamamos de valores mobiliários⁵ (GUTTMANN⁶, 2008).

A fundamental diferença entre o capital dinheiro portador de juros e o capital fictício é que, enquanto o capital real, por meio da exploração da força de trabalho no processo de

⁵ Nomenclatura atribuída aos créditos por dinheiro, ações, obrigações, títulos negociáveis. Ver mais em Fernandes (2009).

⁶ Robert Guttman é regulacionista, mas aparece nesta seção por ser considerado, junto a David Harvey, os únicos “não franceses” a analisarem o capitalismo contemporâneo a partir da noção de finança em Marx (CHESNAIS, 2010, p. 103).

produção, gera mais valia que garante sua própria expansão, o capital fictício permite ao sistema de crédito que se desenvolva quando não há mais relação do capital com a produção real (MOLLO, 2011). Ou seja, o capital na forma de empréstimo continua diretamente ligado aos processos de geração de renda e tendo contrapartida no capital produtivo, mas, com o desenvolvimento do sistema capitalista, uma parcela de dinheiro passa a ser capaz de render juros, mesmo não estando efetivamente aplicada à produção. Nesse estágio, o processo de valorização do capital passa a ocorrer mesmo sem estar necessária e diretamente ligado ao processo produtivo (FERNANDES, 2009).

De acordo com Chesnais (2002) e Guttmann (2008), Marx já havia identificado, em sua época, três formas de capital fictício: o estágio mais desenvolvido do crédito, as ações e os títulos da dívida pública, ressaltando que

os títulos apenas estabelecem direitos sobre uma fração da mais valia que vai se apropriar. Mas tais títulos transformam-se eles também em duplicata do capital real, em trapos de papel, como se um certificado de carga pudesse ter algum valor ao lado da carga e ao mesmo tempo que a carga. Transformam-se em representantes nominais que não existem [...] enquanto duplicata, negociáveis elas mesmas como mercadoria e circulando portanto como valores-capital, seu valor é fictício: pode aumentar ou diminuir de modo totalmente independente do movimento de valor do capital real, sobre o qual os detentores detêm um direito (MARX *apud* CHESNAIS, 2002, p. 11).

Para Guttmann (2008), os títulos da dívida pública e as ações negociadas no mercado de capitais, possuem avaliações correspondentes às que o mercado define e não se relacionam com o que, de fato, uma empresa ou a sua produção, por exemplo, realmente valem, em termos de valores patrimoniais. O autor explica que

o conceito de “capital fictício” de Marx implica sobretudo que o valor de mercado [...] poderia ser elevado sem nenhum aumento paralelo na avaliação dos ativos tangíveis, por meio do uso de crédito, para o benefício da negociação da lucratividade [...]. O que ele descreve aqui equivale à negociação de valores mobiliários e outros títulos financeiros de ganhos de capital derivados da diferença entre o preço de compra (presumivelmente mais baixo) e o preço de venda (mais alto)” (GUTTMANN, 2008, p. 22).

Resumidamente, o capital fictício obscurece a relação entre valorização e produção, permitindo que o dinheiro passe a ter o “dom natural” de se multiplicar, tornando-se capaz de gerar mais dinheiro sem a necessidade de intervenção dos processos de produção e circulação (FERNANDES, 2009).

O entendimento sobre financeirização para os marxistas envolve, essencialmente, a ideia de composição da riqueza vinculada, portanto, ao que reconhecem como capital fictício. É o que veremos nas perspectivas dos autores a seguir.

Chesnais (2002) concorda com a ideia de que foi o capital de aplicação financeira que exerceu um peso significativo sobre o nível e a orientação do investimento, além de configurar a redistribuição de renda. Esse foi o ponto de partida para que se considerasse a hipótese de que o regime de acumulação⁷ sucessor do regime fordista se daria, em maior medida, num regime organizado a partir das relações na esfera financeira e, em menor medida, na esfera produtiva, denominado “regime de acumulação com dominância financeira” ou “regime de acumulação financeirizado”. Esse autor acredita ter sido ele próprio, se não o primeiro, um dos primeiros a utilizar a expressão “regime de acumulação com dominação financeira” para designar a nova configuração do capitalismo, na qual o movimento de acumulação passa a ser concentrado e determinado por um tipo de capital específico. Na visão de Chesnais (1996), o regime de acumulação de capital concretiza-se

[...] pelas novas formas de centralização de gigantescos capitais financeiros (os fundos mútuos e fundos de pensão), cuja função é frutificar principalmente no interior da esfera financeira. Seu veículo são os títulos (*securities*) e sua obsessão, a rentabilidade aliada à “liquidez”, da qual Keynes denunciara o caráter “anti-social”, isto é, antitético ao investimento de longo prazo. Não é mais um Henry Ford ou um Carnegie, e sim o administrador praticamente anônimo (e que faz questão de permanecer anônimo) de um fundo de pensão com ativos financeiros de várias dezenas de bilhões de dólares, quem personifica o “novo capitalismo” de fins do século XX. (CHESNAIS, 1996, p. 14-15).

Duménil e Lévy (2010) também discutem essa representação concreta da financeirização no capitalismo atual quando definem “finança” como sendo “a fração superior da classe capitalista e suas instituições financeiras, encarnações e agentes de seu poder” (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 187). Para eles, a finança é um agente econômico e político em ação na história do capitalismo. É também um objeto social que reúne dois elementos importantes. O primeiro elemento é a fração da classe capitalista capaz de controlar os mecanismos econômicos conforme seus objetivos e interesses. O segundo é o conjunto de instituições como bancos comerciais, bancos centrais e fundos, que estão no jogo político, jogo pelo poder. A finança é, então, a constituição da fração da classe que se articula estruturalmente às instituições financeiras e se apresenta como ator social.

O ponto para o qual Duménil e Lévy (2010) chamam a atenção é que eles próprios não opõem o capital financeiro ao capital industrial, enquanto característica estrutural do capitalismo neoliberal. Particularmente, eles entendem ambos como uma diferença de hierarquia em que a fração superior da classe capitalista e suas instituições (a finança) possuem

⁷ Chesnais (2002, p. 5) reconhece que o termo “regime de acumulação” pertence à Escola da Regulação. No entanto sua utilização é justificada através da explicação de que o termo “acumulação” vem de Marx e pode abarcar vários significados. Ver Chesnais (2002, p. 7-8).

o conjunto da “grande” economia, “materializada pela posse de títulos, ações e créditos, o que lhe confere o caráter de uma burguesia financeira e contribui assim para a justificativa de ser chamada de: a finança” (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 189).

Essa preocupação em definir a finança como ator na dinâmica capitalista é justificada por Duménil e Lévy (2010) através da busca em assimilar uma utilização terminológica, assim como utilizou Marx em suas obras, na identificação de um ator nas lutas de classes que governam a dinâmica do sistema capitalista. Em sua época, Marx identificou que a centralização dos capitais de financiamento dos bancos os transformava em administradores do capital de empréstimo que enfrentavam os industriais. Agora, porém, a complexidade da definição parece ser apenas reflexo da complexidade do próprio sistema capitalista que vivenciamos.

Outra visão sobre as finanças a destacar é a de Husson (2010). Claramente, ele chama de financeirização a diferença entre lucro e acumulação, explicando que, a partir da virada neoliberal ocorrida nos anos 1980, a retomada da taxa de lucro não levou a um aumento durável e generalizado da taxa de acumulação. Essa foi uma fase inédita e específica da financeirização no capitalismo em que o lucro não acumulado passou a corresponder a uma distribuição de rendas financeiras (juros e dividendos). A consequência disso foi a diminuição do nível salarial em detrimento das rendas financeiras (HUSSON, 2010).

Buscando reforço teórico em Aglietta (2004), Husson (2010) diz que a história do capitalismo é caracterizada por duas formas de financiamento: os sistemas financeiros com estruturas administradas, que possuem a vantagem de salvaguardar os projetos de investimento preservando a acumulação do capital, embora admitindo variação na inflação; e a finança liberalizada, que favorece uma inflação estável relativamente baixa, mas trava a acumulação. Husson (2010), então, destaca uma importante constatação de Aglietta sobre a longa história do capitalismo e suas crises que é o fato de a história recente reduzir toda a dinâmica do capitalismo a apenas uma de suas dimensões: a finança.

Harvey (2011) salienta, inclusive, sobre a taxa de lucro que começou a cair após 1990, apesar da abundância de trabalhadores com baixos salários. A lucratividade das indústrias caiu rapidamente e a redução no ritmo de crescimento da produção desencadeou uma estagnação dos salários. Assim como Husson (2010), ele concorda que “salários e lucros baixos são uma combinação peculiar” (HARVEY, 2011, p. 32) e o resultado disso não foge da ideia de que cada vez mais dinheiro passou a circular na esfera financeira, através da especulação de ativos, sendo o meio pelo qual os lucros eram mais passíveis de serem realizados. Ou seja, com a

diminuição de rentabilidade do capital produtivo ante a um cenário de desregulamentação e liberalização financeira, as empresas passaram a utilizar do mercado de capitais como forma alternativa de valorização do seu capital, buscando um aumento dos seus lucros através de operações financeiras, uma vez que o lucro operacional estava diminuindo.

A queda dos salários e dos lucros foi consequência do capital excedente que entrou na produção na década de 1980 e, através da concorrência intensificada entre os produtores, começou a colocar pressão para baixo sobre os preços. Assim sendo, não há incentivo em investir em produção de baixo lucro, ao passo que se podem tomar empréstimos, inclusive em outros países a baixas taxas de juros, e aplicá-los com taxas de juros mais significativas. Foi observando esse movimento do capital que Harvey (2011) identificou que a explosão da dívida e dos novos mercados de derivativos sugou uma vasta quantidade do capital excedente e iniciou o processo de financeirização, de fato.

Para Harvey (2011), a virada da financeirização, desde 1973, surgiu como uma necessidade oferecendo, então, uma forma de lidar com o problema da absorção do excedente. Isso fez com que essa absorção, ao longo dos anos que seguiram a década de 1980 até hoje, acontecesse pela liberalização que permitiu ao capital movimentar-se globalmente e superar as baixas taxas de lucro e, conseqüentemente, por meio da criação do capital fictício que alimenta a esfera financeira.

De acordo com a abordagem marxista, a financeirização apresenta limitações categóricas que se expressam em contradições intrínsecas ao sistema capitalista. Do ponto de vista social, a prioridade do lucro e do valor acionário agrava o conjunto de ameaças sobre a reprodução da vida dos povos mais desprovidos de recursos monetários e financeiros. Ou seja, o distanciamento socioeconômico entre as classes apenas se acentua no sistema capitalista financeirizado (CHESNAIS, 2010). Para entender as limitações desse processo do ponto de vista econômico, vale sintetizar a visão dos autores apresentados nessa seção.

Chesnais (2002) sublinha que

deixado por sua própria conta, o movimento da acumulação gera contradições cujos fundamentos e intensidade parecem impedir que haja outra coisa senão breves remissões entre uma crise e a próxima e que, portanto, são de natureza a provocar a explosão do sistema (CHESNAIS, 2002, p. 13).

Dito de outro modo, a financeirização não aponta para outra coisa, além de momentos de crise, pois esse regime de acumulação com dominação financeira não anuncia superação de suas limitações nem garante duração de momentos de prosperidade econômica; não se mostra como uma alternativa de configurar um caminho para uma reafirmação menos brutal das

contradições do capitalismo; e nem mesmo atende aos critérios dos compromissos sociais (CHESNAIS, 2002, p. 15).

Para Duménil e Lévy (2010), o crescimento dos mecanismos financeiros e, conseqüentemente, o desenvolvimento das finanças, promoveram a tendência à instabilidade macroeconômica crescente. Isso é, a economia está cada vez mais propensa a entrar em superaquecimento e a cair em recessões. Essa é a contrapartida de se assegurar e fazer valer a ideia de livre mercado. Mas a liberdade dos capitalistas e das empresas seria muito mais frágil se não fosse o suporte fornecido pelos Estados, visto como condutor da transição para o neoliberalismo.

Teoricamente, o neoliberalismo representava um alinhamento às estratégias das classes dominantes. Esse alinhamento, por sua vez, leva-nos a outro ponto a ser ressaltado: a intervenção do Estado no neoliberalismo é forte no campo econômico. O Estado neoliberal atua forte e coerentemente aos interesses das classes dominantes (finanças), não havendo “contradição entre a nova hegemonia da finança e os Estados. Muito pelo contrário, esses são seus agentes” (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 231).

Husson (2010) diz que a grande força do capital financeiro é ignorar as fronteiras geográficas ou setoriais. O capital financeiro movimenta-se com rapidez de um setor econômico para outro e isso faz da finança o meio de fortalecer as leis da concorrência tornando mais dinâmicos e ligeiros os deslocamentos do capital. É essa sua função essencial que dá condição ao capital de, através da livre mobilidade, buscar a rentabilidade máxima em qualquer lugar que seja.

Harvey (2011) concorda com essa ideia ao dizer que o fluxo do capital inunda cada canto do mundo, e também Chesnais (1996), ao argumentar que a interdependência das nações não ocorre de forma tão intensa em nenhuma outra esfera como na esfera financeira, resultando no fenômeno de mundialização do capital.

Para Husson (2010), um aspecto que implica a limitação da finança é o seu caráter parasitário que inibe o dinamismo do investimento e favorece a rentabilidade global. Além disso, ele entende a financeirização como uma manifestação associada a outro caráter sistêmico do funcionamento problemático atual do capitalismo que é o desemprego em massa.

De maneira geral, a financeirização na perspectiva marxista condiciona a concorrência que mantém o crescimento da exploração e acentua a contradição estrutural do capitalismo na recusa em atender as crescentes necessidades sociais das classes mais desprovidas de recursos monetários e financeiros. Isso porque o capital financeiro deixa de atuar como financiador do

investimento e da produção de bens e serviços e passa a estimular atividades relacionadas à especulação, que tem por base a valorização fictícia. Com a diminuição no investimento e, conseqüentemente, no crescimento, as economias ficam mais propensas a crises, apontando os limites da financeirização e as contradições do próprio sistema capitalista.

2.1.3 A abordagem regulacionista

Para os regulacionistas, o sistema capitalista vive hoje um período histórico cujo regime de acumulação se dá pela dominância das finanças, definido como financeirização.

Segundo Aglietta (2004), o processo de financeirização altera o significado de riqueza que, antes associada ao estoque de capital real ou imobilizado (máquinas, equipamentos, edifícios), passa a ser associada aos ativos financeiros e moedas (ativos que rendem juros, dividendos e ganhos de capital). De acordo com o autor, “o ambiente econômico e financeiro permitiu uma acumulação tendencial do patrimônio das famílias” (AGLIETTA, 2004, p. 18). Chesnais (2002, p. 5) diz que foi “Aglietta [quem] deu o primeiro passo [...] ao propor, com o título ‘O capitalismo de amanhã’, uma teoria muito desenvolvida daquilo que chama ‘o regime de crescimento patrimonial’”.

Boyer (2009) esclarece que o modo de regulação dominado pelas finanças já foi mencionado como possível regime sucessor da regulação monopolista, enfatizando que este atual processo de acumulação, cujo centro são as finanças, é institucionalmente bem diferente da configuração do regime anterior. Boyer (2009, p. 126) explica que “em comparação com o fordismo, esse regime atribui um papel determinante às variáveis de estoque relativas às finanças e ao impacto dos rendimentos financeiros sobre as decisões patrimoniais”. Esse posicionamento explica-se, segundo o autor, pela evidência do caráter central das bolsas, marcadamente a partir dos anos 1970 nos EUA, como indicador macroeconômico determinante tanto para o investimento quanto para o consumo que foi possível pela liberalização e pelas inovações financeiras.

A predominância das finanças a partir de 1970 foi uma condição necessária para o surgimento desse novo regime de acumulação que vigora nos dias de hoje. Boyer (2009) explica que a financeirização pode iniciar um ciclo virtuoso quando a rentabilidade financeira estimula

as bolsas. Consequentemente, é possível observar um aumento do consumo que estimulará o investimento. É como

um aumento da norma de rentabilidade tem consequências na riqueza das famílias tal como é considerado pelo mercado da bolsa de valores, o que induz a um crescimento do consumo. Se as empresas forem suficientemente reativas à procura, esse efeito de aceleração tem um impacto positivo sobre o investimento, podendo até compensar o efeito restritivo de um aumento da norma de rentabilidade exigida pela comunidade financeira (BOYER, 2009, p. 129).

Entretanto é preciso pensar esse ciclo num estágio inicial do processo de financeirização. O autor ressalta que a viabilidade desse regime se dá apenas inicialmente, já que, no futuro, pode ser ele próprio castigado por instabilidades da sua própria estrutura.

Por instabilidade estrutural entende-se um momento possível e específico da regulação: as crises. A financeirização, como regime sucessor do regime de acumulação fordista, possui uma dinâmica movida pelo mercado de capitais, substituindo o salário como fonte de crescimento cumulativo. Segundo Boyer (2009, p. 129) “é a mutação da hierarquia das formas institucionais em benefício do regime financeiro que está no cerne desse regime [de acumulação atual]”. Dessa forma, é o processo da financeirização que leva à crise do regime que ela mesma impulsiona, sendo a crise um aspecto inerente ao capitalismo que hoje vivenciamos.

Aglietta (2004) também atribui importância ao desenvolvimento financeiro que derivou novos produtos de mercado, como títulos negociáveis e contratos associados a esses títulos. Para ele,

pode-se considerar que eles [os novos produtos de mercado] influenciam positivamente o financiamento do investimento em três maneiras: trazendo novos meios de aplicar a poupança, reduzindo o custo do capital, facilitando a diversificação dos riscos (AGLIETTA, 2004, p. 31).

Todavia, Aglietta (2004) ainda salienta, em linhas gerais, que o processo de inovação também é vítima de seu próprio sucesso.

A diversidade dos sistemas financeiros é uma condição necessária para o desenvolvimento da financeirização. Os novos produtos de mercado (títulos negociáveis e contratos associados a esses títulos que são os instrumentos derivativos) constituem uma dimensão importante, na qual a atuação dos bancos evidencia-se, no sentido de mostrarem-se predominantes ante ao sistema financeiro. Os credores utilizam bancos como artifício de controle das suas finanças e a contrapartida disso passa pela incitação das empresas a endividarem-se, fortificando a resiliência dos bancos e adiando um suposto momento de instabilidade.

O regime de acumulação liderado pelas finanças é o fator criador de diversas fontes de crises, das quais Boyer (2009), inicialmente, destaca o processo de alavancagem financeira. Segundo o autor, esse processo pode incitar os agentes econômicos a endividarem-se mais do que o razoável para beneficiarem-se da diferença entre a rentabilidade dos seus capitais e a taxa de juros, gerando como consequência a ocorrência de crise.

Os bancos, particularmente, criaram um efeito duplo de alavancagem, ressalta Aglietta (2004). Por um lado, realizavam empréstimos para a aquisição de ativos, por outro lado, realizavam empréstimos ao consumo, tendo como garantia elementos dos patrimônios dos agentes. O autor exemplifica essa situação apontando o caso das famílias nos Estados Unidos, nas quais a financeirização mostrava-se cada vez maior pelo efeito de aquisição das ações, juntamente a um endividamento de longo prazo com proporções cada vez maiores.

Essas incoerências do regime de acumulação liderado pelas finanças dissimulam-se através da capacidade de moldarem-se à finança globalizada (BOYER, 2009). Ao abrir-se para a finança internacional, o país verá os capitais estrangeiros destinarem-se para os setores mais rentáveis, como o setor imobiliário ou financiamento da dívida pública. Diante disso, Boyer (2009) explica que os agentes econômicos domésticos contraem dívidas em moeda estrangeira, havendo um aumento no crédito que, por sua vez, impulsiona as capacidades de produção ante a concorrência internacional e o consumo, de forma a estimular as importações.

Em suma, os regulacionistas reconhecem um novo tipo de capitalismo. Como diz Guttmann (2008), esse novo capitalismo pode ser intitulado alternadamente de “capitalismo patrimonial”⁸ ou “regime de crescimento dirigido pelas finanças”⁹. Em qualquer uma dessas denominações, algo é evidente: o novo regime de acumulação é orientado pelas finanças, sendo seu atributo central o processo referido como financeirização.

2.1.4 A abordagem pós-keynesiana

A corrente pós-keynesiana, considerada por Beaud (2004), em grande parte diversificada e heteróclita (ou seja, o que contraria as regras), permite uma análise alternativa acerca do sistema econômico. A escola mais fiel ao pensamento de Keynes fez progredir o

⁸ AGLIETTA, Michel. **Le capitalisme de demanin**. Paris: Fondation Saint-Simon, 1998.

⁹ BOYER, Robert. Is a finance led growth regime a viable alternative to fordism?: a preliminary analysis. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

conhecimento das economias contemporâneas e avançou consideravelmente na análise do sistema financeiro, não negligenciando o papel dos mercados financeiros e dos especuladores no desenrolar das crises (BERNIER, 2001).

O mercado financeiro na concepção pós-keynesiana é mais complexo e essencial do que servir de intermediador de recursos entre poupadores e investidores, como acredita a teoria neoclássica. Ele está sujeito não apenas a falhas do mercado, mas relacionado à incerteza, a crises de confiança entre os agentes, a ciclos provocados pela instabilidade e ao desenvolvimento de mecanismos de defesa por parte dos agentes econômicos ante a incerteza. Por isso uma condição para o crescimento e desenvolvimento econômico na visão pós-keynesiana é uma contínua expansão das operações do sistema financeiro, capaz de financiar o investimento, tanto pela provisão de recursos, como pelo estabelecimento de um sistema de contratos monetários para coordenar a atividade econômica em um contexto de incerteza. Nessas condições, diferentemente da visão neoclássica, o Estado encontra espaço para implementar políticas direcionadas ao setor financeiro, visando à estabilidade e ao crescimento econômico (MARTINI, 2014).

Por outro lado, o sistema financeiro, embora indispensável para o financiamento do investimento, não gera apenas condições benéficas ao crescimento, pois poderá desencadear situações de fragilização financeira que levarão a crises (MINSKY, 2009).

Minsky (2009), particularmente, aderiu amplamente à ideia pós-keynesiana de que a economia é inerentemente instável e relaciona essa ocorrência, em parte, ao financiamento dos investimentos. Sua teoria considera que o investimento, sendo variável chave para o crescimento da acumulação da riqueza em uma economia capitalista, é condicionado pela dinâmica do mercado financeiro que, por meio da concessão de financiamentos, possibilita que grande parte das decisões de investimento se efetive (TERRA, 2011), uma vez que “a acumulação de riqueza em uma economia capitalista é acompanhada pela troca de dinheiro presente por dinheiro futuro” (MINSKY, 1992, p. 2 *apud* TERRA, 2011, p. 44).

Bernier (2001) explica essa perspectiva minskyana a partir da noção de que se o otimismo dos empresários é moderado, os lucros vão, gradativamente, desenvolvendo um clima de euforia nos investidores. Esse clima atrai os bancos que aumentam a oferta de crédito, fazendo com que o investimento cresça. Há estabilidade e crescimento econômico e os agentes optam por aplicar seus recursos em investimentos e ativos mais arriscados, ao mesmo tempo em que os bancos criam boas expectativas quanto à solvência dos tomadores de recursos. Isso se explica, de acordo com Martini (2014), pelo impacto do otimismo sobre as estimativas de

receitas futuras pelos bancos sobre seus compromissos financeiros, ao prever menos riscos e maior rentabilidade de aplicações, fazendo com que haja tendência de redução da preferência pela liquidez por parte bancos ao mesmo tempo em que estes elevam sua oferta de crédito. Porém, se se considerar um desequilíbrio nos saldos bancários, corre-se o risco de atingir uma fase de recessão econômica. Quando o cenário é de recessão, a preferência pela liquidez por parte dos bancos aumenta, as previsões pessimistas reduzem os retornos esperados de suas aplicações, há tendência de deflação do valor dos ativos e redução do volume de crédito na economia.

A transição de momentos de crescimento para momentos de recessão econômica ocorre quando há deterioração generalizada das posições financeiras dos agentes econômicos, configurando uma situação de certa fragilidade financeira¹⁰. A fragilização financeira tem como determinantes tanto elementos endógenos ao sistema econômico, relacionados à organização e desenvolvimento do sistema financeiro, quanto de fontes conjunturais, como o estado de expectativa dos investidores ante as políticas executadas pelo Estado ou os cenários nacional e internacional (TERRA, 2011). É o que já dizia Minsky (2009) sobre haver tendência à fragilização financeira endogenamente determinada nas economias capitalistas, constituindo a chamada hipótese de fragilidade financeira pelo fato de a constituição de uma carteira de ativos por parte de uma unidade econômica ser acompanhada pela formação de uma estrutura de endividamento.

Minsky (2009) categoriza três posturas possíveis que podem ser identificadas na estrutura financeira para os agentes econômicos (investidores): *hedge*, especulativa e *Ponzi*. Essas três posturas financeiras caracterizam-se a partir das relações entre o pagamento de compromissos sobre dívidas e receitas esperadas obtidas por meio de bens de capital ou compromissos contratuais do devedor sobre instrumentos financeiros possuídos.

A primeira postura, *hedge*, é utilizada por agentes que esperam que o fluxo de caixa seja mais que suficiente para a quitação de compromissos contratuais, no presente e no futuro. Consequentemente, os agentes que usam o sistema *hedge* não podem ter um grande volume de dívidas, pelo contrário, têm estruturas financeiras mais sólidas.

A segunda postura diz respeito à utilização do sistema de financiamento denominado especulativa. Nessa situação, os agentes sabem que o fluxo de caixa será menor do que os compromissos de pagamento em alguns períodos de curto prazo. Minsky (2009) diz que as deficiências do fluxo de caixa para esse tipo de financiamento surgem porque existem

¹⁰ Conceito que será explicado adiante.

compromissos para se pagar à vista sobre um valor principal que é maior que as receitas sobre o principal no mesmo período, fazendo com que o sistema financeiro especulativo envolva o rolamento de dívidas que estão prestes a vencer. Uma empresa, por exemplo, que utiliza o sistema *hedge* pode se tornar especulativa se houver uma queda na receita, e uma empresa especulativa pode também se transformar se ocorrer uma entrada de receita ou se as dívidas forem financiadas.

A terceira postura reconhecida como *Ponzi* é similar à situação especulativa. Contudo, enquanto nos fluxos de caixa de períodos curtos para os agentes especulativos os custos financeiros não aumentam as dívidas, nas unidades que utilizam o sistema *Ponzi*, os custos são maiores que as receitas, de maneira tal que a quantidade de dívidas aumenta relativamente.

Para Minsky (2009), em momentos de expansão (*boom*), as empresas investem mais, os bancos emprestam mais e, assim, diminuem as suas margens de segurança. No momento em que as expectativas ficam abaixo do esperado, o ciclo inverte-se e a economia entra em recessão. É em contextos assim que a importância do sistema financeiro evidencia-se, deixando claro que a financeirização pode levar os agentes econômicos a situações financeiras cada vez mais frágeis¹¹, na medida em que a expansão da demanda agregada, também financiada, aumenta o endividamento dos agentes, tornando suas estruturas financeiras mais frágeis, afetando a economia como um todo.

Para minimizar os efeitos geradores de instabilidade na economia, Minsky (2009) propõe a atuação de duas instituições: o Governo e o Banco Central – ambos agindo com políticas a fim de minimizar os efeitos das crises financeiras, pois a incerteza fundamental é inerente ao sistema capitalista e a economia comporta-se de diferentes maneiras em diversos momentos históricos, visto que as práticas e a estrutura dos compromissos financeiros mudam.

Desse modo, as instituições mostram-se como aparato para colaborar com a redução da deterioração das posições financeiras de empresas ao longo das fases de expansão e crescimento, desenvolvendo um papel de agente anticíclico. Como nos lembra Terra (2009), a atuação estabilizadora por parte do Estado dependerá de sua capacidade financeira e é a partir dessa constatação que se busca discutir a relação entre fragilidade e Estado na seção seguinte.

¹¹ Um exemplo bastante recente é a crise econômico-financeira de 2008 nos EUA, que será discutida um pouco mais adiante.

2.2 FRAGILIDADE E ESTADO

A financeirização acentua o dinamismo do sistema financeiro e leva a mudanças institucionais em função de atividades empresariais, buscando lucratividade. De igual modo, atuam as instituições financeiras e os usuários domésticos que almejam prover o bem-estar familiar. Da perspectiva empresarial, a financeirização converge os interesses do gestor financeiro e os dos acionistas, evidenciando a busca pelo lucro de curto prazo em relação aos de longo prazo. As ações embasadas nesses interesses e movidas pelo processo de financeirização impactam diretamente no desempenho das empresas, assim como no crescimento econômico quando as empresas enfrentam um *trade-off* entre lucro de curto prazo e investimento (BOYER, 2000).

A preferência pela rentabilidade das ações no mercado de capitais pode mitigar um ciclo virtuoso¹², como ocorreria em um processo de acumulação *finance-led* (BOYER, 2000), no qual um aumento da rentabilidade no mercado financeiro proporciona aumento do consumo e no investimento. Como aponta Stockhammer (2008)¹³, um regime de acumulação é definido como *finance-led* se as finanças promovem o investimento e conduzem um aumento no crescimento econômico.

Entretanto um regime de crescimento no qual a alocação diretamente produtiva é suprida pela circulação monetária e financeira – aspectos basilares da revalorização dos capitais – é classificado como regime *finance-dominated accumulation*. Desenvolvido por Stockhammer (2008), tal conceito traz a ideia de que a financeirização pode afetar positiva ou negativamente o crescimento, isso é, não pressupõe, necessariamente, uma correlação positiva entre a acumulação financeira e a acumulação de capital fixo produtivo, mas não a exclui. Utilizado para distinguir-se da abordagem de Boyer (2000), o *finance-dominated* é caracterizado, principalmente, pelo crescimento do crédito das famílias (e não pelo crescimento da renda), influenciando o aumento do consumo e probabilidade de fragilidade dos agentes; pela maximização da riqueza dos acionistas em detrimento dos investimentos (o que aumenta a incerteza em relação ao crescimento da economia); pela desregulamentação nos mercados

¹² Essa ideia sobre ciclo virtuoso foi mencionada na discussão acerca da Escola da Regulação, anteriormente. Ver mais em Boyer (2000) e Aglietta (2000).

¹³ “[...] an accumulation regime is defined as *finance-led* if an increase in the financial norm, that is, the hurdle rate set by financial markets investment projects, leads to an increase in growth” (STOCKHAMMER, 2008, p. 185).

financeiros, que aumenta o fluxo do capital internacional e chances de ocorrer crises financeiras estruturais.

Essas características deixam clara a ideia de sobreposição das finanças em relação à economia real porque afeta a estrutura patrimonial dos agentes econômicos, famílias, empresas e, inclusive, os Estados (de modo muito particular os de países em desenvolvimento, como o Brasil). O padrão de acumulação fica moldado pela evolução do setor financeiro de forma a caracterizar um crescimento econômico baixo e frágil. A depender do cenário internacional, as condições desse regime podem se apresentar, de fato, problemáticas.

Em meio a esse contexto,

as inovações são inerentes, de modo que novas instituições e instrumentos financeiros surgem, e velhos mecanismos passam a ser utilizados de forma diferente. Tais mudanças [...] transformaram os sistemas financeiro e econômico [...] em uma estrutura completamente vulnerável a turbulências (MINSKY, 2009, p. 123).

De acordo com Minsky (2009), a principal razão do dinamismo da economia e, conseqüentemente, do mercado financeiro é o fato de que as práticas e a estrutura dos compromissos financeiros mudam. Para ele, não há dúvida de que a economia norte-americana, por exemplo, era mais instável entre 1970 e 1980 do que entre as décadas 1950 e 1960, pois uma estrutura financeira robusta foi sucedida por outra mais frágil e sujeita à instabilidade que, de tempos em tempos, requer intervenções estatais para abortar crises financeiras incipientes, aparentemente.

Ao final da Segunda Guerra, consolidou-se uma nova ordem financeira e monetária internacional, manifestada inicialmente pelos virtuosos anos para a economia norte-americana e mundial, sob as regras de Bretton Woods. Entretanto, desde a década de 1970, a economia foi marcada pelos movimentos de liberalização comercial e de capitais, pela maior frequência de crises e *booms* econômicos. Para Minsky (2009), as origens da mudança de uma situação de robustez para uma de fragilidade, muito longe de ter ocorrido em meio a um vácuo, deu-se pelo impulso de utilizar as práticas financeiras, a fim de conquistar lucros maiores.

Uma das mais importantes contribuições de Minsky (2011) deriva de sua compreensão da complexidade das economias financeiras sofisticadas que possuem, de forma intrínseca, potencial de gerar instabilidades e crises, como foi o caso da crise de 2008. A estabilidade da economia depende da forma com a qual os agentes econômicos financiam-se e, por essa razão, é determinada pelos mecanismos dentro do sistema, não externos a ele. Isso quer dizer que a economia não é instável porque está enfrentando guerras, por exemplo, mas devido à própria natureza do capitalismo. A partir disso, Minsky (2009) elabora um de seus principais conceitos teóricos que é o de fragilidade financeira.

A hipótese da fragilidade financeira está associada ao perfil de endividamento dos agentes econômicos. O endividamento, geralmente justificado pelo financiamento de atividades produtivas, no caso das empresas, resulta em compromissos financeiros que, depois de assumidos, devem ser cumpridos num período pré-determinado. Como afirma Minsky (2009), “o investimento não somente afeta a produção agregada, a distribuição de renda e a capacidade produtiva, mas, numa economia capitalista, também deixa marcas na estrutura financeira” (MINSKY, 2009, p. 276).

No caso do Estado, o raciocínio é similar e a análise quanto à sua fragilidade financeira parte do seu endividamento. Tem-se, por um lado, um compromisso de dívida firmado e, por outro, uma incerteza em relação às receitas. Dessa forma, o fluxo de caixa dos agentes baseia-se nas expectativas de recebimentos através de suas operações e nos bens financeiros que possuem.

Minsky (2009) explica que a economia capitalista é caracterizada pela oferta e demanda de empréstimos e baseada nas margens de segurança, tanto para os tomadores, quanto para os emprestadores. A partir dessa constatação, Minsky (2009) considera duas proposições centrais: a primeira é que existem modelos de financiamento estáveis e instáveis; a segunda é que, em momentos de crescimento econômico prolongado, as relações financeiras estáveis podem se tornar instáveis.

Ao considerar a primeira proposição, Minsky (2009) distingue três tipos de financiamento que podem ser identificados na estrutura financeira, já explicados: o sistema *hedge*, o especulativo e o *Ponzi*.

Minsky (2009) explica que os agentes econômicos (devedores, em geral, e banqueiros) que se envolvem em esquemas especulativos e/ou *Ponzi* esperam que o pagamento de seus compromissos sobre as dívidas advenha por meio de refinanciamento ou do aumento de dívidas. Daí, há que se destacar uma diferença importante:

Enquanto as empresas que usam o sistema *hedge* somente são vulneráveis às dificuldades de honrar compromissos financeiros se as receitas caírem em relação às expectativas, estão, portanto, imunes a mudanças nas condições financeiras, as duas outras se encontram vulneráveis aos desenvolvimentos nos mercados financeiros e precisam enfrentar condições de mercado que se alteram constantemente (MINSKY, 2009, p. 288).

Dessa forma, os esforços de refinar e reestruturar dívidas representam, nada mais, que a intenção de mudar o sistema financeiro de algumas organizações, a fim de movê-las em direção ao lado das relações financeiras que caracterizam o sistema *hedge* (MINSKY, 2009). E esse esforço relaciona-se, por sinal, à segunda proposição mencionada que diz respeito à possibilidade de transição dos agentes de uma posição financeira à outra.

Em períodos de bonança e prosperidade, os agentes tendem a diminuir suas margens de segurança. Ocorre que, com a existência de expectativas positivas, os agentes passam a assumir posições mais arriscadas que podem ser associadas ao aumento das dívidas, dos compromissos financeiros assumidos e valorização de expectativas de rendimentos, tanto para os emprestadores quanto para os que tomam emprestado. Diante disso, a preocupação de Minsky (2009) se volta para os momentos de euforia¹⁴, por considerar que a instabilidade emerge de um período relativamente tranquilo de crescimento e transforma-se num *boom* especulativo por causa da mudança das expectativas dos agentes em resposta ao sucesso da economia.

Considerando um ambiente econômico otimista, os agentes econômicos diminuirão suas margens de segurança e alternarão de posições *hedge* para especulativa, e desta para *Ponzi*. A fragilidade financeira deriva, então, da mobilidade que os agentes econômicos têm entre as posições financeiras. Estarão mais fragilizados os agentes que deixarem a posição *hedge* e caminharem para a posição especulativa e, principalmente, *Ponzi*. É por isso que, num cenário de insolvência e estagnação econômica, “Minsky [...] identifica a fragilidade financeira como motor da crise, transforma a questão financeira de objeto em sujeito da análise” (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 61).

Minsky (2009) explica que a robustez ou fragilidade de um sistema financeiro depende das margens de segurança que os agentes possuem. Todos os agentes econômicos, independente de utilizarem esquemas *hedge*, especulativo ou *Ponzi*, estão vulneráveis a ocorrências endógenas à economia que reduzem o fluxo de caixa dos bens. Por exemplo, a vulnerabilidade de um agente econômico que utiliza o sistema *hedge* está na possibilidade de haver uma redução nas suas receitas ou no não pagamento de dívidas que lhe são devidas por outros agentes, podendo movê-la para a posição especulativa. Já os agentes econômicos que utilizam os esquemas especulativo e *Ponzi* estão vulneráveis a mudanças nas taxas de juros, de modo que elevações nas taxas de juros aumentarão os compromissos dos fluxos de caixa sem aumentar a expectativa das receitas. E como precisam refinar suas posições constantemente, tornam-se vulneráveis a distúrbios no mercado financeiro, de maneira que quanto mais baseados em esquemas especulativo e *Ponzi* os agentes econômicos estiverem, menores serão as margens de segurança na economia como um todo e maior será a fragilidade da sua estrutura financeira.

Dessa forma, a crescente instabilidade financeira, notável desde o início da década de 1970 – período em que Minsky iniciou seus estudos sobre a teoria da fragilidade do sistema financeiro – é

¹⁴ Vale lembrar, a título de exemplo, que o período que antecedeu a crise de 2008 foi caracterizado por Belluzzo (2013) como eufórico, tema já tratado por Galbraith (1992) em “Uma breve história da euforia financeira”.

consequência de um processo de autonomia dos instrumentos de crédito e financeiros em relação à economia real, que compreende a produção e o comércio (BRESSER-PEREIRA, 2010). Aliás, esse é o problema que a financeirização evidencia e que a conecta à fragilidade financeira dos agentes econômicos, demonstrando que não apenas as crises econômicas, mas também as financeiras, são endógenas ao capitalismo que, condicionado à incerteza fundamental, impedem os agentes econômicos de manterem o equilíbrio de caixa entre suas obrigações e fontes de recursos, uma vez que essas duas variáveis operam no futuro e o futuro é incerto.

No Brasil, contudo, o processo de financeirização passa, necessariamente, pelo Estado, distinguindo-se dos países desenvolvidos, pois, enquanto nos países desenvolvidos o processo é conduzido pelo endividamento das famílias e do setor privado a taxas de juros relativamente mais baixas, no Brasil o processo de financeirização é conduzido pelo endividamento do Setor Público e por uma política de manutenção de taxas de juros mais elevadas (BRUNO *et al*, 2011).

Em suma, o processo de financeirização tem afetado o padrão de financiamento e a estrutura patrimonial das famílias, das empresas e também do Estado, o que tem aumentando a fragilidade – no sentido minskyano – desses agentes e da economia como um todo.

São essas circunstâncias que, no Brasil, conduzem o Estado à uma situação ainda mais complexa de fragilidade financeira, como há pouco explicada, comprometendo sua capacidade de atuar como agente anticíclico e mantendo-o refém dos interesses do capital financeiro.

3 FINANCEIRIZAÇÃO E ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000

É possível observar, nas últimas décadas, uma nova dinâmica na economia global em que o sistema produtivo é ultrapassado pelo sistema financeiro, no sentido de que a mobilidade das transações financeiras passam a ocorrer em proporções cada vez maiores.

As consequências desse movimento trouxeram à economia brasileira, particularmente, uma característica muito peculiar, na qual a participação do Estado é ativa no processo de financeirização, alimentando-o através da manutenção de altas taxas de juros. Isso, evidentemente, denota uma grande limitação para o país seguir uma trajetória de crescimento e desenvolvimento econômico.

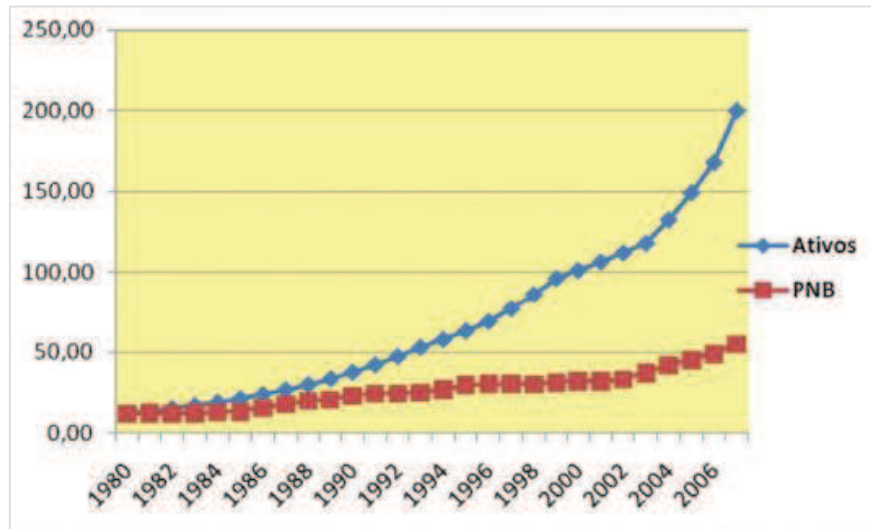
A proposta desta seção é examinar o contexto histórico no qual as finanças predominam, bem como sua ascensão que desencadeou a crise financeira de 2008. Além disso, também propõe discutir os efeitos da financeirização na economia brasileira, a fim de compreender o quanto esse processo é determinante no que diz respeito à estrutura econômica do Brasil.

3.1 O CONTEXTO PÓS 1970: A ASCENSÃO DAS FINANÇAS

Conforme vimos nas abordagens marxista e regulacionista, a financeirização provoca um descolamento entre o lado real e o lado financeiro da economia. As finanças podem ser virtuosas (*finance-led*) até o ponto em que se relacionam à economia real, às atividades comerciais, denotando relação com o processo produtivo e contribuindo para o aumento do crescimento econômico. Mas, a partir do momento em que perdem o lastro com a economia real, elas se tornam perversas (*finance dominated*). Nesse caso, como sublinha Salama (2005), as finanças “secretam rendas, acentuam desigualdade entre rendimentos de capital e de trabalho, minam a acumulação, limitam a geração de empregos e favorecem o desenvolvimento de uma sociedade de exclusão” (SALAMA, 2005, p. 20).

O Gráfico 1 ilustra, justamente, o desenvolvimento da financeirização em relação ao crescimento da economia real mundial, a partir do final da década de 1970. Ou seja, o crescimento dos ativos financeiros deu-se muito mais rapidamente do que o crescimento do Produto Nacional Bruto (PNB).

Gráfico 1 - Riqueza fictícia (estoque mundial de ativos financeiros) e renda real mundial (PNB)



US\$ trilhões

Fonte: PAULANI, 2009, p. 30.

Para Brunhoff (2010), o lado perverso das finanças é evidente, especialmente na contemporaneidade, quando o processo de financeirização prioriza a satisfação do ganho dos acionistas-proprietários. No caso de países em desenvolvimento como o Brasil, essa característica soma-se à evolução da dívida pública, compondo um cenário ainda mais problemático, visto que o envolvimento do Estado nesse processo é contínuo e sua atuação no mercado de capitais nutre uma crescente busca do capital em se valorizar pela esfera financeira. Esse aspecto conecta-se à história que, “a partir dos anos 1970, teria começado uma nova fase do capitalismo, dominada pela finança liberalizada e mundializada” (BRUNHOFF, 2010, p. 33). Foi nesse contexto que se deu a expansão do circuito financeiro internacionalizado possível pela retomada do modelo liberal clássico – ao qual o Estado não deveria intervir na sociedade senão para garantir os direitos à propriedade do indivíduo – aplicado ao capitalismo contemporâneo denominado neoliberalismo (BELLUZZO, 2009).

O texto que originou o conceito neoliberalismo foi “O Caminho da Servidão”, de Friedrich Hayek, escrito em 1944 e refere-se a um ataque contra qualquer limitação dos mecanismos de mercado por parte do Estado intervencionista, denunciados como uma ameaça à liberdade (ANDERSON, 1995). A ideia de que o igualitarismo, promovido pelo Estado de bem estar, destruía a liberdade dos cidadãos e a vitalidade da concorrência que torna possível a prosperidade de todos foi altamente defendida pelos neoliberais.

Harvey (2011) avança na análise sobre o neoliberalismo ao dizer que é um projeto de classe surgido nos anos 1970 mascarado por muita retórica sobre liberdade individual,

autonomia, responsabilidade pessoal, virtudes da privatização, livre mercado e livre comércio, ao passo que serviu mesmo para restaurar e consolidar o poder da classe capitalista. O cenário de crise foi oportuno para que o neoliberalismo obtivesse êxito, realocando a função do Estado no universo teórico proposto por ideólogos neoliberais, de forma a atuar sob interferência mínima favorecendo a desenvoltura do mercado através da livre concorrência.

O ideário do neoliberalismo fortaleceu-se através de políticas como contração a emissão monetária, elevação das taxas de juros, baixa de impostos sobre rendimentos altos, abolição dos controles sobre os fluxos financeiros, criação de níveis de desemprego massivos, imposição de nova legislação anti-sindical, corte de gastos sociais e lançamento do programa de privatização. Assim, os anos seguintes assistiram ao triunfo da ideologia neoliberal em regiões onde imperava o capitalismo (ANDERSON, 1995).

Esse contexto, em que também a economia mundial passou a apresentar baixo crescimento combinado com a inflação alta, foi propício para que as teses liberais dominassem o debate político. Iniciaram-se as pressões para derrubar a estrutura que havia promovido a mundialização produtiva do capital, assim como esgotaram a capacidade de continuar o processo de acumulação, pois isso não mais interessava ao grande capital que já havia ocupado os espaços relevantes do mundo em meio à esfera financeira (SAWAYA, 2009).

Nos EUA, os créditos disponíveis pelas instituições financeiras passaram a financiar a dívida de pessoas que não tinham renda constante para a aquisição de imóveis e outros produtos duráveis. Esse endividamento era arriscado, mas, supostamente, controlado pelas inovações de securitização, partilhando os riscos e criando a ilusão de que tinham desaparecido. Essa foi uma das razões pelas quais as finanças desenvolveram-se a ponto de assumirem o controle da economia (HARVEY, 2011).

Além da retomada da ideologia neoliberal, outra condição necessária para o desenvolvimento do processo de financeirização foi a globalização. Na visão de Chesnais (1996), o processo de globalização restringe-se ao mercado financeiro e, por essa razão, associa a globalização com a “mundialização do capital”. Deixa claro ainda que

sob o ângulo da interação dos mercados nacionais dentro de mercados mundiais, que dominam os primeiros, quando não os substituem completamente, em parte alguma o processo de mundialização é mais acentuado do que na esfera financeira. (CHESNAIS, 1996, p. 241).

Esse processo de globalização, sobretudo o financeiro, faz com que os mercados integrem-se de tal forma a criar um “único” mercado mundial de dinheiro e crédito (FERRARI FILHO; PAULA, 2008).

A financeirização, ao conduzir os fenômenos da globalização e do neoliberalismo, encontrou terreno fértil para proliferar e se expandir por todo o mundo, compondo a “alta finança” moderna. Sem compreender a alta finança, não se é possível compreender o significado de capitalismo financeiro nos dias de hoje (BRAGA, 2009).

Essa alta finança apontada por Braga (2009) é formada pela tesouraria ou pelos departamentos financeiros das próprias corporações produtivas e isso explica, em alguma medida, o motivo pela evolução da financeirização tão mais que proporcional à evolução do crescimento real da economia a partir da década de 1980. Isso quer dizer que, mesmo para as corporações produtivas, as finanças são um objetivo específico e, assim, os interesses delas juntam-se aos dos bancos e dos grandes poupadores financeiros, formando o “núcleo duro”, a alta finança do capitalismo financeiro atual.

Para Bresser-Pereira (2010), o objetivo explícito da ideologia neoliberal é o de reduzir os salários indiretos por meio da flexibilização da legislação de proteção ao trabalho, quer sejam as que representavam custos diretos para as empresas, quer sejam as que envolviam a redução dos benefícios sociais possibilitados pelo Estado. No que tange à liberalização dos mercados, o neoliberalismo procura reduzir a intervenção do aparelho estatal e desregular todos, inclusive os mercados financeiros, com a justificativa de que o trabalho seria motivado; os “melhores”, recompensados; a viabilidade e eficiência dos mercados, asseguradas; e, finalmente, a figura do indivíduo, preservada, face à sociedade pela qual o conceito de interesse público teria sentido.

Assim, os mercados ficaram livres para abrirem movimentos de capitais e, principalmente, desestatizarem as economias, a ponto de caracterizar a globalização como sendo o próprio neoliberalismo na prática (MOLLO, 2011).

3.2 O DESENVOLVIMENTO DO CAPITAL FINANCEIRO E A CRISE FINANCEIRA DE 2008

A crise de 2008 evidencia características importantes do capitalismo atual, das quais as principais são o intenso processo de globalização e a ascensão das finanças na dinâmica econômica mundial.

A associação entre liberalização das contas de capital e a desregulamentação financeira foi a razão pela qual, segundo Belluzzo (2013), ampliaram os ciclos de crédito, assim como a

formação de bolhas nos mercados de ativos e o circuito de crises bancárias e de endividamentos. Para o autor,

a crise deflagrada em 2008 demonstra de forma cabal como as transformações ocorridas nos últimos trinta anos no tamanho das instituições e nos instrumentos de mobilização do crédito ampliaram a participação do consumo na formação da demanda efetiva e, ao mesmo tempo, acentuaram a instabilidade das economias capitalistas. A aventura do crédito desregrado [...] foi reproduzida com esmero no ciclo recente (BELLUZZO, 2013, p. 142).

O processo de financeirização é difuso e espalha-se ao longo de todo o ciclo econômico. As finanças, além de expressarem-se através do descolamento ascendente em relação à economia real, manifesta-se em todas as transações comerciais e financeiras¹⁵, configurando um período histórico no qual “as finanças são consubstanciais a toda a própria produção de bens e serviços” (MARAZZI, 2011, p. 36).

Por causa dessa composição complexa da estrutura do sistema capitalista atual, Sawaya (2009) chama a atenção para o risco em associar o conjunto de relações que envolve a crise de 2008. Para ele, a crise é o resultado de como a economia mundial estruturou-se nos últimos cinquenta anos e isso envolve o processo da liberalização financeira a mundialização do capital, decorrentes do desmantelamento do acordo realizado em Bretton Woods.

São as transformações que ocorreram nas inovações financeiras, no financiamento de gastos de consumo das famílias, no investimento das empresas, na geração de renda e emprego na economia globalizada (BELLUZZO, 2013) que nos permitem avançar na compreensão entre a relação do processo de financeirização e a crise. De algum modo, os agentes econômicos incorporaram o endividamento em suas transações, gerando um cenário de alavancagem demasiada e de instabilidade financeira.

No primeiro trimestre de 2007, por exemplo, o endividamento dos Estados Unidos (endividamento privado ou das famílias, débito público total e o passivo financeiro das agências encarregadas de financiar a casa própria) chegou a mais de US\$ 35 trilhões – para um PIB de US\$ 15 trilhões (BELLUZZO, 2013). O período que antecedeu a crise foi caracterizado por Belluzzo (2013) como eufórico, pois os bancos, os administradores dos fundos de pensão, fundos mútuos e fundos *hedge* consolidaram a convicção de que estavam imunes contra os riscos de mercado. Para ele,

os bancos trataram de “empacotar” os créditos, os bons, os ruins, os péssimos e remover a “mercadoria” dos balanços, mediante a criação de *Special Investment Vehicles* (SIVs), criaturas dos bancos incumbidas de distribuir o risco. Não só

¹⁵ Um exemplo dado pelo autor é a utilização do crédito.

cumprem a função de liberar capital próprio das instituições para a garantia de novos empréstimos, como serviram para manter asseadas as carteiras “originárias”. Tais artimanhas contornam as regras da Basileia que impõem o custo dos requerimentos de capital próprio para a cobertura de riscos (BELLUZZO, 2013, p. 148).

Por essa passagem, pode-se perceber que as inovações financeiras apresentaram-se, de certa forma, como algo distorcido em relação aos acordos financeiros mundiais estabelecidos e foram utilizadas como possibilidades adicionais no mercado financeiro, intensificando a financeirização. Bresser-Pereira (2010) diz que é por meio das inovações financeiras arriscadas que o sistema financeiro cria riqueza fictícia e captura uma maior fatia da renda nacional ou, dito de outro modo, da riqueza real. Isso ocorre porque, com relação ao consumo das famílias, a geração de renda via endividamento é um aspecto fundamental ao processo de financeirização. De igual modo, é possível identificar esse apoio por parte dos investidores que, ao invés de investirem diretamente nas empresas (o que dá mais possibilidade de se pensar em crescimento e desenvolvimento econômico), aplicam recursos monetários no mercado financeiro, optando por uma geração de renda oriunda da reprodução do capital fictício mundializado. Sendo assim, para Bresser-Pereira:

a financeirização não é apenas um dos nomes feios criados por economistas de esquerda para caracterizar realidades confusas. É o processo, legitimado pelo neoliberalismo, por meio do qual o sistema financeiro, que é não apenas capitalista, mas também liberal, cria riqueza financeira artificial. E mais, é também o processo pelo qual os rentistas associados aos profissionais liberais do setor financeiro conquistam o controle sobre uma parte substancial do excedente econômico que a sociedade produz – e a renda se concentra nos um ou dois por cento mais ricos da população (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 57).

Paulani (2009) explica que o efeito-riqueza não se dá, necessariamente, pela criação de mais moeda, mas pela valorização do mercado de capitais, no qual se possui as ações como garantia. Isso impacta o consumo, gera euforia no mercado de capital e infla o preço dos ativos a ponto de manterem (e mantiveram) o ritmo de crescimento do capital financeiro, especialmente o americano. Esses elementos são claros na crise em 2008,

quando os primeiros sinais de inadimplência mostram-se irreversíveis e põem a nu a fragilidade do sistema, particularmente do chamado sistema bancário paralelo [...], que agia produzindo crédito e moeda ao desabrigo de qualquer tipo de regulação (PAULANI, 2009, p. 33).

O sistema bancário paralelo (*shadow banks*), criado para fugir da regulação, é um segmento que inclui fundos de *hedge*, corretoras, fundos de investimentos, fundos de pensão e instituições focadas em crédito hipotecário¹⁶. Esse sistema de mercado paralelo pode contribuir

¹⁶ MOREIRA, Assis. Sistema bancário ‘paralelo’ no Brasil atinge US\$ 1 tri. **Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda**, 2014. Disponível em:

para o financiamento da economia real, assim como pode também se tornar fonte de riscos sistêmicos quando estão estruturados para atuar como bancos, que é a situação que Paulani (2009) descreve. E foi o que ocorreu durante a crise global deflagrada em 2008. Os *shadow banks* captavam recursos no curto prazo, operando com enorme alavancagem, investindo em ativos de longo prazo e iliquidez. Pouco supervisionados ou, como sugere Paulani (2009) sem qualquer tipo de regulação, esse sistema, por meio de suas ações, acabaram sem reserva de capital e como importantes colaboradores para a ocorrência da crise.

Foi nesse contexto que se desenvolveu rapidamente o mercado de hipotecas *subprime*. Os bancos e as instituições financeiras disfarçaram-nas usando as mesmas em um processo de securitização¹⁷.

Ao contrário das hipotecas *prime*, concedidas a tomadores que amortizam imediatamente a parcela inicial, como o de costume, e comprovam os seus rendimentos, as hipotecas *subprime* correspondem àqueles casos em que, ao adquirir um imóvel através do crédito hipotecário, por exemplo, o comprador-devedor não é capaz de dar qualquer entrada e/ou não tem como comprovar renda.

Coerentemente com os escritos de Carvalho (2008), um determinado número de contratos de hipotecas era tomado juntamente com a promessa de pagamento de uma dada taxa de juros para usar como base de um título financeiro. Este se vê vendido para fundos de investimento, empresas que possuem dinheiro para aplicação, famílias com alto poder aquisitivo. Nesse tipo de operação, o comprador é ciente do risco do negócio que realiza. Restava incentivar as pessoas a tomar o empréstimo e, para isso, as taxas cobradas nos primeiros anos eram baixíssimas e, posteriormente, eram aumentadas drástica e proporcionalmente ao risco do mercado em questão.

Ilusoriamente, as pessoas tomavam o empréstimo acreditando ser possível pagá-lo. Entretanto, como elas não possuíam renda fixa (afinal, era o mercado *subprime*), mostrou-se uma instabilidade nesse segmento financeiro. Grande valor de empréstimos foi feito e a seguir foi percebida a ausência de capacidade para pagá-los. A economia norte-americana já não se mostrava tão vigorosa ao final de 2006. Os investidores que compraram os títulos baseados

<<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=999748>>. Acesso em: 5 set. 2015.

¹⁷ Termo oriundo da palavra inglesa *security* e que significa o processo de transformação de uma dívida com determinado credor em dívida com compradores de títulos originados no montante dessa dívida. Trata-se da conversão de empréstimos bancários e outros ativos em títulos (*securities*) para a venda a investidores que passam a ser os novos credores dessa dívida. (SANDRONI, 2006, p. 759).

nessas hipotecas notaram que o retorno não seria o esperado. Essa percepção espalhou-se e a intenção de desfazerem desses títulos tornou-se comum para os investidores.

Logo perceberam que não havia demanda significativa para os títulos oferecidos. Com isso, os preços dos títulos caíram verticalmente por causa da desvalorização no mercado e, como várias instituições financeiras norte-americanas fizeram esse tipo de investimento, elas se viram expostas a riscos de falência fazendo com que a margem de empréstimos diminuísse, o capital de giro tornasse vulnerável e o consumo caísse retratando o receio por parte dos agentes econômicos bem como a desaceleração do crescimento.

Enfim, a fragilidade do sistema capitalista foi desnudada. É preciso pensar que a crise não é algo externo à lógica do processo de acumulação de capital mundial, mas, ao contrário, sistêmica, estrutural. Tanto a bolha financeira como o pânico são formas de manifestação da crise, ou seja, revelação do esgotamento de um processo de acumulação de capital conduzido pelas finanças que está vigente desde a década de 1970. As causas, muito além das suas manifestações, resultam das contradições que se constituem no próprio processo de acumulação de capital que atua em escala mundial. “A crise é resultado do próprio processo de acumulação, é gestada dentro dele. Apenas manifesta-se como crise financeira” (SAWAYA, 2009, p. 66). A diferença do capitalismo de hoje está na inovação dos mercados financeiros e no fato de que estão, cada vez mais, despreendendo-se da economia real, bem como do domínio dos Estados – supostamente, reguladores.

Para Sawaya (2009), a crise capitalista é um dos fenômenos mais irracionais que existem: meios de produção ficam ociosos; as pessoas que são aptas e desejam trabalhar, idem; necessidades ficam insatisfeitas; e, mesmo assim, a produção não evolui. Para a lógica neoclássica, isso não é possível ocorrer, pois o pleno emprego é garantido, dado que as empresas são maximizadoras de lucro e as famílias maximizadoras de utilidade, não havendo motivo para não fazê-lo em um mundo no qual a liberdade é algo garantido e as necessidades movem-nos. A dificuldade dos neoclássicos em enxergarem ou admitirem a existência das crises parte, basicamente, de considerações como as supracitadas, sob a condição de mercados perfeitos, preços flexíveis e agentes racionais e maximizadores. Entretanto a suposta liberdade só seria possível se não houvesse monopólios sobre os meios de produção e no capitalismo é admissível os recursos ociosos, de um lado, e necessidades sociais insatisfeitas, do outro. Como diz o autor, isso ocorre porque o objetivo da produção muito pouco ou nada tem a ver com a satisfação das necessidades humanas, com a maximização do indivíduo. Pelo contrário. O foco é obter, ao final, dinheiro acrescido de valor, mais lucros. Se isso não ocorre, não haverá produção e a crise

se estabelece. No sistema capitalista o objetivo é evidente: ganhar dinheiro e mais dinheiro num processo sem limites.

3.3 A EVOLUÇÃO DAS FINANÇAS NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DOS ANOS 2000

O desenvolvimento do capitalismo brasileiro não é compreensível sem uma análise do Setor Público em razão de sua atuação no processo de acumulação de capital. Considerando o processo histórico para análise e compreensão da questão que este trabalho propõe discutir, vale fazer um breve regresso histórico. Bruno (2005) discute esse processo histórico e o divide em duas fases, a saber.

A primeira fase compreende os anos de 1955 a 1963¹⁸, porque evidencia o princípio da atuação do capital estrangeiro como componente da economia brasileira. De modo geral, esse foi o período no qual o fordismo difundiu-se e consolidou-se, reconfigurando as relações comerciais e financeiras entre os países capitalistas, fazendo com que o Brasil fosse marcado, nessa ocasião, por transformações estruturais profundas, como a mudança do eixo da acumulação industrial do setor de bens de produção para o setor de bens de consumo duráveis que possibilitou, por sua vez, significativa expansão das empresas multinacionais no país. Concomitantemente, a internacionalização da economia expressou-se nas novas formas de financiamento do modelo de industrialização por substituição de importações, no sentido de que o Estado brasileiro haveria se capacitado

para permitir a entrada do capital estrangeiro sob a dupla forma de empréstimos e investimentos diretos, mas sobretudo para coordenar esse processo através do planejamento consubstanciado no Plano de Metas, durante o governo Kubitschek (1956-1961) (BRUNO, 2005, p. 215).

A partir de então, o processo de substituição de importações associou-se ao capital estrangeiro da seguinte forma:

o Estado financiava os gastos públicos e privados com expansão dos meios de pagamento e do crédito, via empréstimos do BNDE e também por avais para a captação de recursos no exterior. O Setor Público atuava duplamente como regulador e produtor, aumentando sua participação direta na formação bruta de capital fixo do país, ao mesmo tempo em que garantia as condições de produção e de distribuição às empresas estrangeiras e nacionais. [...] O Estado [...] se tornou conhecido como o tripé da indústria brasileira: o capital privado nacional encarregava-se preponderantemente

¹⁸ Esse período é chamado por Bruno (2005) de “Fase I do desenvolvimentismo associado: o Estado sob um regime político democrático promove o desenvolvimento econômico associado ao capital estrangeiro”.

da produção dos bens de consumo não duráveis; o capital estrangeiro respondia pelo setor de bens de consumo duráveis e o capital estatal voltava-se para o setor de bens de produção (BRUNO, 2005, p. 215-216).

Já a segunda fase compreende os anos entre 1964 e 1989¹⁹ e diz respeito ao período da reforma monetária e financeira, na qual foram estabelecidas as estruturas institucionais básicas para o funcionamento de um moderno mercado bancário-financeiro, ocasião em que se implementou a reforma do mercado de capitais.

A estrutura institucional desse mercado baseava-se no modelo norte-americano, caracterizado pela especialização e segmentação²⁰. No entanto, apesar de essa reforma financeira implantada no Brasil entre 1964 e 1967 ter sido planejada nos moldes do modelo americano de sistema de mercado de capitais, o sistema bancário brasileiro desenvolveu-se apoiado em depósitos, através do mercado de crédito, e não em investimentos, por meio do mercado de capitais. A implicação disso é que no mercado de crédito evidenciam-se as dívidas, resultantes da captação de recursos para financiamentos diversos (industrial, rural, capital de giro, pessoal). Já no mercado de capitais, a negociação envolve títulos representativos do próprio capital das empresas (ações) e isso possibilita a captura de recursos no mercado para financiamento de investimento – condição menos provável para economias financeiras em desenvolvimento e menos sofisticadas. Para Bruno *et al* (2009), isso foi determinante para que o modelo brasileiro se tornasse totalmente diferente, fundamentado no crédito público e externo.

Sob a perspectiva de Mollo (2009), a liberalização da economia brasileira iniciou-se no fim da década de 1980, mais de dez anos após a observada nos Estados Unidos, e sustentou o Plano Real de estabilização, mantendo baixos os preços das importações e pressionando os preços domésticos. Inicialmente, a alta taxa de juros servia para atrair capitais que garantiam a apreciação da moeda nacional e mantinham os preços baixos. Após 1994, a taxa de juros foi mantida elevada para evitar fugas de capitais.

Por causa dessa mudança estrutural no sistema financeiro brasileiro, o eixo de acumulação deslocou-se em direção aos ativos e aos títulos de renda fixa, conectados ao endividamento público, sob taxas muito superiores às internacionais. A alta taxa de juros dos títulos públicos foi responsável, segundo Mollo (2011), por um problema relevante da

¹⁹ Período chamado por Bruno (2005) de “Fase II do desenvolvimentismo associado com seu apogeu e crise: o Estado sob um regime político autoritário aprofunda o desenvolvimento econômico associado ao capital estrangeiro e aumenta a dependência externa”.

²⁰ Os principais objetivos nessa reforma eram criar condições de condução independente da política monetária e direcionar os recursos montantes e condições adequadas às atividades econômicas. Uma das reformas foi a criação da Lei n.º 4.595.

economia brasileira: as baixas taxas de crescimento, tanto em relação a outros países em desenvolvimento quanto em relação aos padrões históricos. A autora explica que

quando comparadas com a década de 1980, considerada uma década perdida em termos de crescimento econômico, em função da crise da dívida externa, as taxas observadas desde 1990 são muito baixas. A taxa média de crescimento entre 1980 e 1989 foi de 2,6%, enquanto nos anos 1990 foi de apenas 1,6% (MOLLO, 2011, p. 16).

O que se pode observar disso é que as taxas de investimentos apresentaram-se muito reduzidas e, em contrapartida, as taxas de juros apresentaram-se mais elevadas. Isso porque a aquisição de títulos públicos possibilita rentabilidades muito elevadas e absorve os recursos que poderiam se direcionar ao investimento. Isso é, os recursos da dívida pública poderiam, sim, ser utilizados para estimular a produção não sendo, nesse sentido, fictícios. Porém esse não é o caso do Brasil, aponta Mollo (2011), pois grande parte da produção está sendo utilizada para pagamentos dos próprios juros da dívida pública, configurando uma espécie de apoio ao desenvolvimento do capital fictício.

Dos anos 1990 em diante, o Brasil tornou-se, nos dizeres de Paulani (2009), potência financeira emergente na qual era possível obter elevadíssimos ganhos, tendo realizado todas as reformas estruturais necessárias para tal, ou seja, estabilização da moeda e abertura financeira incondicional (incluindo reforma da previdência²¹ e as mudanças na lei de falência).

Nesse contexto, a ideologia da globalização neoliberal buscava afirmar-se e, às nações periféricas restou, segundo Bruno (2005), apenas a condição de se adequarem às imposições das novas forças de um mercado internacionalizado. Isso explica, em boa medida, porque o Brasil foi pressionado a abrir seus mercados num processo acelerado de liberalização comercial e financeira.

Batista e Morais (2012) resumem, como resultado da reforma financeira de 1964, a reiteração do projeto de hegemonia do capital privado transnacional, mais notório no Brasil a partir da década de 1990. Para elas, “as políticas de liberalização, desregulamentação e

²¹ “Além dos aspectos ligados aos desequilíbrios do fluxo de caixa do sistema previdenciário, as pressões políticas em prol de sua reestruturação originaram-se também dos mercados financeiros. A pressuposição de que caberia, ao garantir apenas benefícios mínimos e compatíveis com a lógica do equilíbrio orçamentário, ganhou então relevo numa época de expansão dos fundos de aposentadoria complementar. Os contínuos déficits da previdência são resultantes de uma conjunção de fatores dos quais se destacam o envelhecimento da população, a queda da relação entre contribuintes e inativos, decorrente da redução do emprego formal, e de problemas originários da própria gestão do sistema. [...] O objetivo básico da reforma da seguridade social é então adaptar o sistema previdenciário às novas condições socioeconômicas e demográficas do país: a elevação da expectativa de vida média da população, os problemas do mercado de trabalho como o desemprego e a informalidade, além da quase-estagnação do crescimento nas décadas de 80 e 90. Mas do ponto de vista do orçamento público, trata-se de reduzir as despesas com benefícios e a ineficiência das práticas anteriores de gestão de modo a se eliminar a médio ou longo prazo o déficit do sistema” (BRUNO, 2005, p. 226-227).

privatização foram os pilares da reestruturação produtiva brasileira e de sua inserção subordinada à dinâmica mundializada do capitalismo” (BATISTA; MORAES, 2012, p. 143).

Essa forma pela qual a economia brasileira se inseriu na economia mundial fortaleceu os setores rentistas nacionais e impôs a lógica financeira ao processo de acumulação (PAULANI, 2009). Exemplo disso são, como aponta Bruno (2005), os objetivos da nova orientação do Estado brasileiro, a partir da década de 1990: reordenar a atuação do Estado na economia, de modo que o Estado se ausentasse de setores onde os capitais privados poderiam, supostamente, operar de modo mais eficiente, dedicando-se apenas ao provimento de bens tipicamente públicos, como educação, saúde, justiça, segurança e regulação; reduzir a dívida do Setor Público, uma vez que a receita da privatização das empresas estatais seriam utilizadas no cancelamento de parte do estoque da dívida pública a ponto de contribuir, inclusive, na redução da vulnerabilidade financeira do governo brasileiro; retomar os investimentos nas empresas privatizadas, partindo da ideia de que a privatização possibilitaria a retomada dos investimentos necessários para a expansão da capacidade produtiva; modernizar o setor industrial, processo considerado natural e resultante da privatização e da nova gestão das empresas industriais ao operarem num ambiente de maior competitividade; e, por fim, fortalecer o mercado de capitais, alterando seu caráter tradicional de concentração das bolsas de valores em poucos papéis para o aumento da colocação de papéis junto ao público. O resultado dessa atuação do Estado é descrita e ilustrada, em números, por Bruno *et al* (2009), quando afirmam que a taxa de acumulação de capital produtivo caiu 40% no início dos anos 1980 e manteve-se nesse nível por quase 25 anos, enquanto que a taxa de lucro apresentou evolução a partir de 1994. A relação entre o estoque de ativos financeiros e o estoque de ativos produtivos aumentou de 15% em 1992 para 75% em 2008.

Batista e Moraes (2012) afirmam que os anos 1980 foram marcados pela lucratividade bancária atrelada aos altos índices inflacionários, compondo um contexto econômico nacional de instabilidade monetária, visto que as atividades bancárias concentraram-se na valorização do capital-dinheiro na esfera financeira. Esse movimento especulativo aumentou o distanciamento da função original dos bancos, de intermediadores entre a esfera produtiva e a de circulação, gerando, segundo as autoras, um ciclo de acumulação improdutiva (de valorização do capital fictício). Já o período de 1994-1998

foi marcado por reformas econômicas, administrativas e privatizações. Em relação às de ordem econômica, foram aprovadas as medidas de abertura econômica, com a quebra do monopólio estatal nos setores de petróleo, telecomunicações e energia, todas em nome da livre concorrência e igualdade de condições entre as empresas nacionais e estrangeiras. No que diz respeito às de ordem administrativa, a separação

entre as funções ditas de Estado e as restantes, inaugurando um período de terceirização nas diversas áreas sociais, que passaram da responsabilidade estatal para a privada. Com relação às privatizações, o Programa Nacional de Desestatização (PND) do governo Collor já as havia iniciado cabendo ao governo FHC expandi-las (BATISTA; MORAES, 2012, p. 144).

Diante de um cenário marcado por inflação e baixo crescimento, expandiram-se no Brasil as expectativas de que o livre jogo das forças do mercado global viabilizaria, por si só, o crescimento econômico. Dos anos noventa em diante, a condução da política econômica orientada pelos princípios presentes no “Consenso de Washington” foram notórias na economia nacional (FERNANDES, 2009). Essa adesão, diz Fernandes (2009), resultou também em uma forma quase hegemônica de se pensar a economia em seus aspectos macroeconômicos, dentro do que ficou conhecido como o Novo Consenso em Macroeconomia, no qual o mercado é tido como fundamentalmente estável, e políticas de estímulo à demanda agregada, principalmente via política fiscal, são vistas como geradoras de instabilidade na economia.

Fernandes (2009) explica que nesse novo contexto, os mercados, em especial, os mercados financeiros, passaram a operar sob a lógica das expectativas racionais²² e são refletidas velozmente no mercado de ativos, de modo que

as flutuações nos preços dos ativos passam a ser determinadas pelo grau de credibilidade que os agentes depositam nas políticas econômicas balizadas nas informações disponíveis e nos julgamentos que os mesmos fazem sobre os governos. No novo consenso, a política monetária deve ter um único objetivo, ou seja, manter a inflação em níveis bastante baixos, sendo operacionalizada em função de metas pré-determinadas de inflação por um banco central independente, o qual deve se preocupar em manter um elevado grau de credibilidade junto aos agentes, promovendo exclusivamente a estabilidade de preços (FERNANDES, 2009, p. 141-142).

Os fluxos financeiros são uma dimensão básica de inserção no regime internacional, nos dizeres de Bruno (2006), que foi extremamente potencializada pelo processo de globalização, sem maiores preocupações sobre seus efeitos desestabilizadores da dinâmica da acumulação de capital. Para ele, “as formas da concorrência na economia brasileira, caracterizada por elevado grau de concentração e de internacionalização, haveriam de responder aos impactos dos novos capitais estrangeiros em busca de oportunidades de valorização” (BRUNO, 2006, p. 448).

O Estado, por sua vez, orientava-se em direção a um menor grau de intervenção na economia, de maneira tal que sua atuação não ultrapassasse a preservação da ordem, a segurança pública e das fronteiras e o cumprimento das leis e dos contratos. Simultaneamente, também compõem a lista de atribuições do Estado, a fim de caminhar sempre no sentido da

²² A hipótese das expectativas racionais estabelece um dos pressupostos da teoria neoclássica, a qual as previsões dos agentes econômicos baseiam-se nas informações disponíveis e, por essa razão, não contém erros de previsão.

liberalização comercial e financeira funções: como prover serviços de infraestrutura, garantir proteção à propriedade privada e aos direitos de propriedade intelectual e evitar excessiva regulamentação no comércio e nos investimentos internacionais, bem como nos mercados financeiros. (FERNANDES, 2009).

O grande paradoxo da financeirização no Brasil é que, se por um lado tem-se as políticas liberalizantes, com Estado mínimo, do outro (e, aparentemente, contraditório), o Estado deve fortalecer o seu orçamento para garantir o pagamento do serviço da dívida. O neoliberalismo precisa de um Estado forte para ser implementado, ensina Harvey (2011). No Brasil, o Estado forte, ou melhor, com orçamento elevado para cumprir o pagamento de juros, é condição para a manutenção do sistema: responsabilidade fiscal, estabilidade de preços e drenagem de recursos majoritariamente do sistema produtivo e dos salários para o rentismo. O resultado desse processo sistemático é a própria fragilização do Estado.

Os níveis das aplicações estrangeiras dos saldos observados a partir da liberalização financeira, sobretudo a partir da vigência do Real, são sem precedentes (BRUNO, 2006). As cifras atingem o nível médio de US\$ 5 bilhões no trimestre, o que equivale a, praticamente, 100 vezes a média vigente nos anos 1970. Com relação aos anos 2000, Bruno (2006) diz que os saldos ficam momentaneamente negativos a partir do segundo trimestre de 2001, quando o capital financeiro passou a especular sobre o futuro da economia brasileira sob um governo supostamente de oposição à liberalização radical dos fluxos de capitais. Entretanto o governo respondeu com a elevação da taxa básica de juros Selic nos anos de 2002 e 2003. Os capitais retornaram, os saldos passaram a ser novamente positivos e a preservação dos interesses do capital e do mercado preservados, desprezando o fato lógico de que, como afirma Bruno (2006, p. 451), “não pode haver estabilidade macroeconômica durável se a rentabilidade financeira não se conecta com os setores diretamente produtivos de forma a contribuir efetivamente com a expansão da taxa de acumulação de capital”.

Para Paulani (2009), não foi por acaso que os primeiros impactos da crise iniciada nos Estados Unidos sobre a economia brasileira estiveram relacionados ao próprio setor financeiro. A autora explica que

desde 2003, a apreciação da moeda brasileira passou a ser ela própria [...] elemento integrante do jogo de elevada valorização financeira em moeda forte que se tornou possível fazer no país. Formou-se um círculo vicioso em que o juro elevado trazia muitas divisas, elevava as apostas na continuidade da valorização da nossa moeda, produzia, assim, para os investidores externos, resultados em dólar ainda maiores, o que trazia mais dólares, e assim por diante (PAULANI, 2009, p. 34-35).

É evidente que os efeitos da crise foram sentidos no Brasil. O real enfraqueceu em relação ao dólar favorecendo os exportadores, mas dificultando para os importadores e consumidores que passaram a ter um gasto maior com as mercadorias de outros países, os juros aumentaram e os prazos de pagamento diminuíram. A desconfiança e a incerteza em relação ao mercado provocaram um ritmo mais lento na economia fazendo com que as empresas agissem com mais cautela. Inclusive, nesse contexto os indicadores relativos ao investimento foram deteriorados. Do lado do consumo, o crédito foi menos afetado e a explicação para isso é que, apesar da retração no início, o crédito é uma via de alimentação do processo de financeirização e sustenta, de certa forma, o consumo. Isso só confirma a ideia de que a acumulação produtiva dá-se sob os comandos da acumulação financeira e o grande problema é que o consumo, inclusive motivado pelo crédito, não tem dinamismo para puxar a economia como o investimento (PAULANI, 2009).

Esse arranjo macroeconômico, em que o investimento está [...] ameaçado [...] e em que um consumo puxado por crédito aparece como elemento dinâmico, está de forma evidente completamente investido, mas é um arranjo típico de um processo de acumulação em que a finança está no comando, fomentando o crescimento de riqueza fictícia (PAULANI, 2009, p. 35).

Em suma, o aprofundamento do processo de liberalização financeira nos últimos anos acabou por fazer com que o Brasil ficasse mais exposto aos sistemas financeiros globalizados sofrendo rápida e intensamente o efeito das crises externas, trazendo dificuldades adicionais à gestão da dívida (FERNANDES, 2009), uma vez que o Estado é capturado pelo processo de financeirização.

4 FRAGILIDADE DO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO

A ideia de que países em desenvolvimento com economias abertas aos fluxos de capitais estrangeiros, como é o caso do Brasil, possuem um desenvolvimento do processo de financeirização peculiar foi mencionada reiterada vezes até aqui.

Diante de um cenário marcado pela ascensão das finanças, tornou-se preocupação analisar os efeitos desse processo de financeirização para o Setor Público brasileiro. Isso somado à indicação de situação de fragilidade financeira do Setor Público, apontada por Terra e Ferrari Filho (2011), moveu essa pesquisa, especialmente para o contexto da crise financeira de 2008.

Neste capítulo, portanto, busca-se discutir como o processo de financeirização aumenta a fragilidade do Setor Público brasileiro e, à luz da teoria minskyana, calcular e interpretar os índices de fragilidade financeira do Setor Público brasileiro, desenvolvido por Terra e Ferrari Filho (2011), propendendo analisar os resultados das contas públicas brasileiras, entre 2008 e 2014.

4.1 A FINANCEIRIZAÇÃO PELA RENDA DE JUROS – DÍVIDA PÚBLICA

As especificidades do processo de financeirização, bem como do endividamento do Setor Público brasileiro, no período de 2008-2014, é tratada neste trabalho a partir de uma perspectiva histórica e de uma abordagem quantitativa dos dados, através dos seus gastos correntes e financeiros.

Diante da tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, os títulos de dívida pública no Brasil transformaram-se em um instrumento importante do processo de valorização financeira do capital por alimentar e satisfazer os interesses rentistas dos agentes econômicos (FERNANDES, 2009). Ou seja, tornam-se quase-moedas, com alta rentabilidade e baixo risco.

A trajetória da dívida do Setor Público é caracterizada pelas dificuldades enfrentadas pelo Brasil na sistematização de seu endividamento externo desde finais de 1970 e durante toda a década de 1980. Apesar de o financiamento externo ter sido utilizado para a industrialização

desde os anos 1940, é a partir do final da década de 1960 que se observa uma ampliação do fluxo de empréstimos internacionais, justificado pelos investimentos públicos, que fez com que o passivo externo sofresse ampliação de custo ao longo dos anos 1970, em função da elevação das taxas de juros internacionais (TERRA, 2011).

Para Pedras (2009), foi ao final dos anos 1960 que foram tomadas as principais medidas que propiciaram o desenvolvimento do mercado de títulos federais no Brasil. Tais medidas visavam à obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, assim como para a realização de investimentos específicos, não contemplados no orçamento; à consolidação das operações de mercado aberto; ao giro da Dívida Pública Mobiliária Interna da União. Nesse período, iniciou-se a emissão regular de títulos prefixados, inaugurando-se, inclusive, processo de colocação desses títulos por meio de oferta pública a preços competitivos (leilão).

Pedras (2009) aponta que, ainda nos primeiros anos da década de 1970, a participação das Letras do Tesouro Nacional²³ (LTNs) aumentou no total da dívida, reflexo do maior uso desse instrumento na execução da política monetária. Enquanto ao final de 1970 as LTNs representavam 5% do estoque da dívida, em 1972 já representariam 33,6%, demonstrando que a dívida pública não era mais somente um instrumento de financiamento do governo, mas também um instrumento na condução da política monetária.

Porém, com a retração econômica mundial após 1979, segundo choque do petróleo, os credores internacionais passaram a dificultar o financiamento aos países devedores, aponta Terra (2011). O fato é que surgiu, diante da carência de fontes de poupanças externas, a dificuldade em equilibrar o balanço de pagamentos. Essa ocorrência gerou, para o Brasil, uma ampliação de seu endividamento, precisando buscar credores internos para cobrir suas necessidades de financiamento. Terra (2011) explica que

ao enfrentar dificuldades para captar recursos por meio de títulos prefixados, tais como as Letras do Tesouro Nacional [...], o Conselho Monetário Nacional criou os títulos Letras do Banco Central (LBC) em 1986 (para fins de política monetária) e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), para fins fiscais, em 1987. Ambos os títulos eram pós-fixados e acompanhavam a taxa de juros básica da economia, nominalmente elevada em função das necessidades de atração de capitais externos e de controle inflacionário. Para além, estes títulos públicos detinham correção monetária diária pelo chamado *overnight*, portanto de curtíssimo prazo (TERRA, 2011, p. 81).

²³ Possui fluxo de pagamento simples, isso é, o valor recebido será o valor investido acrescido da rentabilidade na data de vencimento ou resgate do título.

Dadas suas características, os novos títulos pós-fixados foram bem aceitos pelos credores e, por essa razão, passaram a representar parcela significativa da dívida interna, aumentando a dívida do Setor Público, como assinala o autor.

Segundo Pedras (2009), os anos de 1984 e 1985 apresentaram crescimento de 5,4% e 7,8%, respectivamente. Porém o déficit público não foi controlado, e a inflação do período obrigou o governo a implementar uma política monetária restritiva, levando as taxas reais de juros a patamares historicamente altos (em torno de 10% a.a.). Inclusive, entre 1993 e 1994, a dívida interna ampliou-se como consequência dos elevados juros reais praticados no início do Plano Real, lembra Terra (2011).

Bruno *et al* (2009) observam que, sob taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais, nos últimos anos, o novo eixo da acumulação financeira direcionou-se aos derivativos e títulos de renda fixa, ambos associados ao endividamento público. A rentabilidade real com elevada liquidez oferecida pelos ativos de renda fixa e os derivativos que lhe são vinculados correspondem a praticamente 50% da receita total do sistema bancário financeiro para o período de 1995 a 2006.

De acordo com Pedras (2009), ao final do ano de 2002, especificamente, a participação de títulos indexados à taxa Selic na dívida interna era de 60,8%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2,2. No período imediatamente posterior, de 2003 a 2008, a participação dos títulos atrelados à Selic continuaram sendo significativos, como se pode observar na tabela abaixo e, segundo o autor, a maior parcela da dívida pública.

Tabela 1 – Indexação da dívida pública à Selic (R\$ bilhões)

	(continua)					
Indicadores	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dívida Pública (R\$ bilhões)	965,8	1.013,90	1.157,10	1.237,00	1.333,80	1.397,00
Selic	46,5	45,7	43,9	33,4	30,7	32,4

Tabela 1 – Indexação da dívida pública à Selic (R\$ bilhões)

Indicadores	(conclusão)					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dívida Pública (R\$ bilhões)	1.497,39	1.694,0	1.866,4	2.008,0	2.122,81	2.202,97
Selic	33,41	31,6	30,1	21,7	19,1	18,7

Fonte: Relatórios anuais da dívida pública federal (BRASIL, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015).

Esse quadro permite compreender a razão pela qual as instituições financeiras privadas brasileiras não estão dispostas a ampliar o sistema de crédito em níveis compatíveis com as necessidades do setor produtivo, tampouco com o desenvolvimento econômico nacional (BRUNO *et al*, 2009), pois a política de manutenção elevada da Selic inibe, por assim dizer, recursos orientados para o investimento.

Para Pedras (2009), o grande desafio, além de assegurar superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste em contribuir para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros. Para o autor,

tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados (PEDRAS, 2009, p. 69).

Entretanto a acumulação de ativos financeiros ganhou status permanente na gestão da riqueza capitalista, tendo na gestão de taxa de juros um critério geral de avaliação da riqueza. Coutinho e Belluzzo (1998) comentam que, à medida que exprime as expectativas de variação dos preços e, portanto, a liquidez dos distintos ativos financeiros, a taxa de juros passa a exercer um papel muito relevante nas decisões das empresas e bancos, configurando uma forte tendência à “financeirização” e ao rentismo nas economias capitalistas.

De acordo com Bruno *et al* (2009), a dívida pública interna brasileira foi o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial nas duas últimas décadas. A razão dívida pública / PIB expandiu-se a ponto de passar de 18% na década de 1990 para 50% do PIB nos anos 2000. Esses dados permitem inferir que o processo de financeirização aprisiona as finanças do Setor

Público por determinarem as políticas monetária e fiscal, formatando-as de acordo com as prerrogativas da acumulação do setor rentista. É essa a especificidade do desenvolvimento da financeirização no Brasil, isto é, são os gastos financeiros permanentemente alimentados por elevadas taxas de juros que respondem pelo crescimento da dívida pública.

Oreiro e Paula (2011) afirmam que o fato da taxa real de juros de curto prazo no Brasil ser muito alta para os padrões internacionais não tem relação com a alegada escassez de poupança doméstica, mas com a forma de rolagem da dívida pública brasileira herdada do período de inflação alta.

A razão fundamental para a persistência de juro real tão elevado deve-se, em parte, ao fato de que nosso país é o único no mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão conectados por intermédio das chamadas Letras Financeiras do Tesouro [...]. A existência desses títulos faz com que a taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro paga por fração considerável da dívida pública (OREIRO; PAULA, 2011²⁴).

Nesse sentido, afirmam ainda que a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja ‘excessivamente alta’, sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária (OREIRO; PAULA, 2011).

Pelo lado do investimento, isso implica em baixas taxas de formação bruta de capital fixo, pois, apesar dos aumentos dos lucros obtidos pelos ganhos em produtividade, estes não são o bastante para impulsionarem o investimento porque os ativos financeiros oferecem a alternativa de revalorização muito mais atrativa, em termos de liquidez e risco. Nesse sentido, a financeirização sustentada pelos juros eleva a preferência pela liquidez e tende a manter baixa a taxa de crescimento do estoque de capital fixo produtivo (BRUNO *et al*, 2009).

A forma pela qual a financeirização expressa-se na economia brasileira difere do observado em países desenvolvidos, onde as taxas de juros são muito baixas e parcelas consideráveis da população dispõem de amplo acesso a ativos financeiros e aos mercados de capitais. No Brasil, a dívida pública interna tornou-se o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial e a base da subordinação das finanças públicas às pressões dos mercados financeiros globais, ou seja, o processo de financeirização da economia brasileira é alimentado, em grande medida, pelo próprio Estado (BRUNO *et al*, 2009). A título de exemplo, temos que em 2010 a composição da dívida pública brasileira era:

²⁴ Disponível em: <<https://jlcureiro.wordpress.com/2011/06/16/a-escolha-de-sofia-entre-a-desindustrializacao-e-o-fim-do-estado-do-bem-estar/>>. Acesso em: 11 set. 2016.

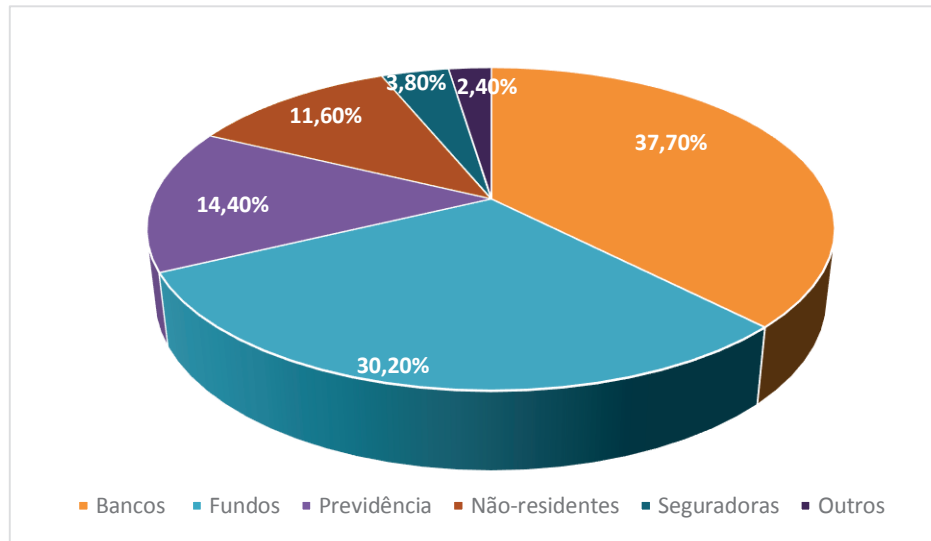


Gráfico 2 – Base de Investidores da Dívida Interna (em %)

Fonte: Tesouro Nacional e Selic (BRASIL, 2011, p.37)

O que mais chama a atenção nos dados acima é que as famílias, certamente componentes dos 2,4% do total, representam um número muito pequeno de investidores em relação aos investidores institucionais. Obviamente, as políticas adotadas no país tenderão a suprir os interesses daqueles que constituem a maior parcela da base de investidores da dívida pública.

Outra consequência desse formato de financeirização que ocorre no Brasil é o aumento da carga tributária objetivando responder aos anseios dos detentores de capital e credores do Estado e não para garantir o financiamento necessário dos gastos sociais, nem mesmo promover o investimento público e demais funções que lhes cabe (BRUNO *et al*, 2009).

A questão é que o capitalismo com base nas finanças, ao estender sua lógica para o Estado por meio da emissão de títulos da dívida pública, apropria-se de parte do trabalho, devido à tributação altamente regressiva que onera a classe trabalhadora ao fazer com que o fundo público seja composto majoritariamente por impostos e contribuições indiretas. Isto quer dizer que a classe trabalhadora, através do consumo, seja a maior financiadora do gasto público, bancando gastos com políticas sociais e, sobretudo, com a remuneração do capital financeiro (SILVA, [201-]).

De acordo com Bruno *et al* (2009), o processo de financeirização da economia brasileira compartilha de três características básicas e particulares: aprofunda a concentração funcional da renda em favor dos lucros e em detrimento dos salários; reduz a taxa de acumulação de capital fixo produtivo; e eleva o poder político das classes rentistas e dos detentores de capital sobre o aparelho de Estado, influenciando a formatação e a gestão da política econômica de acordo com as demandas e os interesses desses agentes econômicos, reproduzindo, dessa forma, os limites estruturais ao

desenvolvimento econômico. O fato é que a rentabilidade encontra-se na órbita financeira e não nas atividades diretamente produtivas, que se estruturam, por sua vez, como instância subordinada. As finanças não estão a serviço da acumulação produtiva e do crescimento econômico e sim da acumulação financeira e patrimonial.

A financeirização, como ocorre no Brasil, torna-se um obstáculo estrutural ainda maior porque provoca a reconcentração funcional da renda em favor dos detentores de capital sem necessariamente induzi-los a elevar o nível de investimento produtivo, fator básico da geração de emprego e de renda (BRUNO, *et al*, 2009). Esse processo de financeirização fragiliza o Setor Público não apenas porque possibilita maior geração de déficit na balança de pagamentos, mas porque mina a capacidade do Estado de articular políticas de incentivo ao investimento.

Deste modo, como vimos anteriormente, o Estado, assim como qualquer outro agente econômico, pode ter suas receitas orçamentárias incapazes de cumprir uma determinada estrutura de passivo e, segundo as regras apontadas por Keynes (1978) para a condução das políticas econômicas, não se deve utilizar como regra de financiamento público a emissão monetária. Quanto a isso, Minsky (2009), ressalta que a emissão monetária faria com que os agentes financiadores do governo o enxergassem como incapaz de criar receitas e isso inibiria a concessão de empréstimo para esse agente (TERRA, 2011), além de causar consequências problemáticas como inflação. Embora o Setor Público não seja o protagonista dos ciclos econômicos nas teorias keynesiana e minskyana, seu papel de agente contracíclico é ressaltado, principalmente, no que cabe ao banco central, devendo o Estado adotar medidas de estabilização do ciclo econômico conservando solventes suas finanças públicas.

4.2 A TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA APLICADA AO SETOR PÚBLICO BRASILEIRO

A atuação do setor público como estabilizador da economia dependerá de sua capacidade financeira, isto é, da sua margem de segurança, conforme apontada por Minsky (2009). Neste sentido,

sua posição financeira será estabelecida a partir do próprio fluxo de caixa, na medida em que suas despesas totais (gastos correntes e financeiros) forem deduzidas das receitas totais²⁵.

Como instrumento de análise para o estudo de caso do Brasil, será utilizado o índice de fragilidade financeira aplicado ao Setor Público, elaborado por Terra *et al* (2009). Este índice, inspirado na teoria da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky (2009), foi desenvolvido a partir da posição de equilíbrio, na qual as receitas totais do Setor Público, deduzidos seus gastos correntes, equivalem ao montante dos gastos financeiros. Ou seja:

$$(T + R_k + R_{of}) - G = (G_a + G_i); \quad (1)$$

onde T são tributos, R_k são receitas de capital, R_{of} são receitas de outras fontes, G são gastos correntes, G_a são gastos financeiros com amortização e G_i são gastos financeiros com pagamento de juros de dívida.

Dividindo-se os dois membros da equação 1 por (G_a + G_i), obtém-se o referido indicador:

$$\frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a + G_i)} = 1 \quad (2)$$

Diante desta situação de equilíbrio, Terra *et al* (2009) pressupõem que a situação hedge se dará por:

$$\frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a + G_i)} > 1 \quad (3)$$

A situação especulativa se dará por:

$$0 < \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a + G_i)} < 1 \quad (4)$$

²⁵ Na conta “gastos correntes” são lançados todos os gastos do setor público, exceto os gastos com juros e amortizações de dívida, pois estes são definidos como gastos financeiros. Na conta “receitas totais” são lançados os valores correspondentes a tributos, receitas de capital e receitas de outras fontes.

E a situação *Ponzi* se dará por:

$$\frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a + G_i)} < 0 \quad (5)$$

Desta forma, o índice a ser calculado definirá a robustez financeira do Setor Público brasileiro. Se este resultar em um valor maior que 1 (um), a situação financeira é *hedge*. Neste cenário, as receitas totais do setor público superam tanto os seus gastos correntes quanto os financeiros, de maneira que a margem de segurança com recursos em caixa garante sua solvência ante a possíveis alterações nos gastos.

Porém, se o índice encontrado, a partir da fórmula $0 < \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a + G_i)} < 1$, for um valor entre 0 (zero) e 1(um), a situação financeira é especulativa. Isso quer dizer que as receitas totais superam apenas os gastos correntes. Nessa situação não há margem de segurança, somente superávits sobre os gastos correntes, sendo necessária a captação de recursos que permitam rolar a dívida.

Finalmente, se o índice calculado resultar em um valor menor que 0 (zero), a situação financeira deste agente econômico será *Ponzi*. Nesse cenário o setor público não consegue cobrir nem mesmo seus gastos correntes, tampouco da amortização e dos juros que lhe cabem. Nesse caso, faz-se necessária a reestruturação dos gastos (correntes e financeiros) e a captação de receitas, sob pena de reduzir o crescimento do produto do país, na medida em que a renda privada se redirecionar dos investimentos produtivos para o financiamento do setor público.

Com base no referencial analítico desenvolvido por Terra *et al* (2009), busca-se interpretar os dados das contas públicas brasileiras, afim de identificar quais foram as posições financeiras do Setor Público nos anos de 2008 a 2014.

Para esta pesquisa empírica, foram coletados os valores consolidados das demonstrações contábeis do governo federal para o referido período. Esses valores foram localizados nos relatórios do Balanço do Setor Público Nacional, divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional, conforme exigência estabelecida no art. 163 da Constituição Federal. A fonte consultada foi, portanto, o próprio site da Secretaria do Tesouro Nacional.

Os dados estão organizados na Tabela 2, apresentando as despesas do Setor Público em relação à receita total de cada ano, respectivamente.

Tabela 2 - Consolidação das contas públicas – receitas totais e despesas (correntes e financeiras), 2008 a 2014, em R\$

Rubrica/Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Despesas correntes (1)	R\$ 1.263.446.932.338,25	R\$ 1.418.287.273.601,32	R\$ 1.593.407.971.948,51	R\$ 1.748.882.116.265,09	R\$ 1.908.513.699.175,90	R\$ 2.140.707.452.443,00	R\$ 2.356.178.579.707,00
Juros e encargos da dívida (2)	R\$ 130.470.673.468,14	R\$ 144.338.368.510,86	R\$ 143.633.046.670,75	R\$ 153.953.649.117,68	R\$ 160.420.581.784,06	R\$ 165.521.422.730,00	R\$ 198.919.714.657,00
Despesas de capital (3)	R\$ 93.702.794.782,59	R\$ 106.642.942.835,70	R\$ 134.832.270.519,57	R\$ 119.241.090.135,52	R\$ 149.147.027.914,27	R\$ 155.980.048.538,00	R\$ 153.288.689.456,00
Amortização (4)	R\$ 188.068.632.179,68	R\$ 270.588.082.356,81	R\$ 160.303.274.343,71	R\$ 121.789.833.515,98	R\$ 344.760.997.649,91	R\$ 607.805.865.082,00	R\$ 837.459.819.459,00
Inversões financeiras (5)	R\$ 51.025.490.823,13	R\$ 45.840.253.619,81	R\$ 47.082.569.089,25	R\$ 52.220.449.931,82	R\$ 67.827.598.818,51	R\$ 80.794.295.105,00	R\$ 87.808.476.854,00
Despesas correntes (1-2+3+5)	R\$ 1.277.704.544.475,83	R\$ 1.426.432.101.545,97	R\$ 1.631.689.764.886,58	R\$ 1.766.390.007.214,75	R\$ 1.965.067.744.124,62	R\$ 2.211.960.373.356,00	R\$ 2.398.356.031.360,00
Despesas financeiras (2+4)	R\$ 318.539.305.647,82	R\$ 414.926.450.867,67	R\$ 303.936.321.014,46	R\$ 275.743.482.633,66	R\$ 505.181.579.433,97	R\$ 773.327.287.812,00	R\$ 1.036.379.534.116,00
Despesa total (1+2+3+4+5)	R\$ 1.726.714.523.591,79	R\$ 1.985.696.920.924,50	R\$ 2.079.259.132.571,79	R\$ 2.196.087.138.966,09	R\$ 2.630.669.905.342,65	R\$ 3.150.809.083.898,00	R\$ 3.633.655.280.133,00
Receita total *	R\$ 1.479.010.462.977,18	R\$ 1.733.618.589.851,75	R\$ 1.754.705.522.363,86	R\$ 1.969.516.791.497,00	R\$ 2.230.144.251.459,67	R\$ 2.177.250.445.873,00	R\$ 2.594.455.549.124,00

*Receita total são as receitas de arrecadação de impostos, receitas de capital e outras fontes.

Fonte: Relatórios anuais: dívida pública federal, com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Substituindo-se os valores da Tabela 2 na fórmula do índice de fragilidade, têm-se os resultados dos cálculos apresentados na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3 - Índice de fragilidade financeira do setor público, 2008 a 2014

(Fórmula)	2008 ²⁶	2009 ²⁷	2010	2011	2012	2013	2014
$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)}$	0,63	0,74	0,4	0,74	0,52	-0,04	0,19

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados dos Relatórios do Balanço do Setor Público Nacional, 2008 a 2014.

O comportamento desses índices pode ser observado no Gráfico 3, a seguir. Nota-se que a linha de tendência esboçada revela o sentido decadente da fragilidade financeira ao longo do tempo.

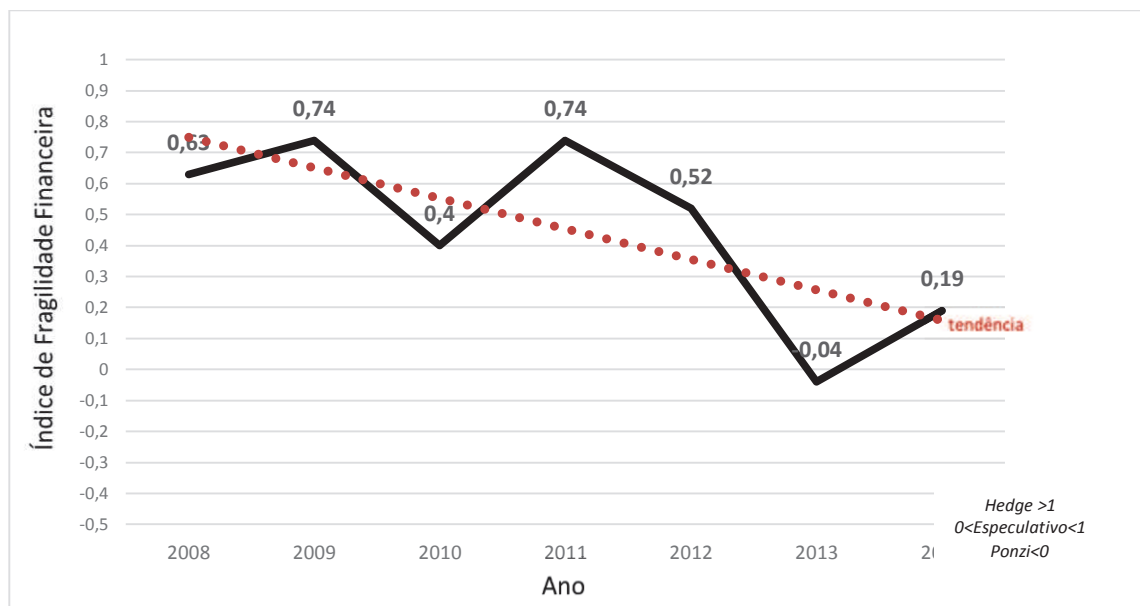


Gráfico 3 - Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro, 2008 a 2014

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados dos Relatórios do Balanço do Setor Público Nacional, 2008 a 2014.

²⁶ O resultado do cálculo de índice de fragilidade para os anos de 2008 e 2009 foram, anteriormente, calculados por Terra e Ferrari Filho (2011). O motivo de terem sido rerepresentados neste trabalho é o fato de os anos de 2008 e 2009 fazerem parte do recorte temporal desta pesquisa. No entanto, é preciso dizer que estes valores apresentam pequena diferença em relação aos apresentados por Terra e Ferrari Filho (2011). Ocorre que os valores, por vezes, são apresentados com algumas variações, ainda que no mesmo relatório. Assim sendo, os índices encontrados neste trabalho possuem uma diferença de 0,11 e 0,06 (para mais) nos anos de 2008 e 2009, respectivamente.

²⁷ Idem nota 26.

Como se pode observar, em todos os anos do período estudado o Setor Público brasileiro esteve em uma situação financeira especulativa, com exceção do ano de 2013, cuja posição financeira foi *Ponzi*, representada pelo índice de fragilidade negativo igual a -0,04. Estes baixos índices podem ser explicados, em alguma medida, pelas consequências da crise financeira internacional desencadeada pelo mercado *subprime* nos EUA em 2008, cujos efeitos se fizeram sentir no Brasil.

O ano de 2008 foi marcado pela volatilidade dos preços dos ativos financeiros globais e pela deterioração do cenário econômico externo. Tais efeitos ficaram mais notórios quando os investidores por causa da instabilidade da BM&F Bovespa²⁸. Neste contexto, o real enfraqueceu em relação ao dólar favorecendo os exportadores, mas dificultando para os importadores e consumidores que passaram a ter um gasto maior com as mercadorias de outros países.

A desconfiança e a incerteza em relação ao mercado provocaram um ritmo mais lento na economia fazendo com que as empresas agissem com mais cautela. Cresceram as preocupações do Comitê de Política Monetária (COPOM) de que pudesse haver uma desaceleração mais forte da atividade econômica nacional, uma vez que a crise internacional começava a afetar a oferta doméstica de crédito, levando-o a manter a taxa Selic estável em 13,75% na reunião do final de outubro²⁹.

Outros efeitos observados foram a queda da produção industrial, queda nas vendas de carros nacionais, queda na produção de máquinas agrícolas e quedas nas vendas no varejo. Diante deste cenário, o governo brasileiro tratou de implementar políticas econômicas anticíclicas, isto é, um conjunto de ações governamentais para minimizar os efeitos do ciclo econômico. Dentre as medidas adotadas, encontra-se a o aumento de limites de empréstimos para a construção civil, aumento da oferta de crédito para estimular o consumo em diversos setores (inclusive isenção de Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI) e antecipação de crédito para estimular a demanda agregada.

Com isso, o governo teve uma significativa redução na arrecadação, consequência das medidas supracitadas somadas, por exemplo, a política de desoneração³⁰, seguida a partir de 2011, exatamente na ocasião em que o índice de fragilidade financeira começa a cair drasticamente.

²⁸ Bolsa de Valores de São Paulo. Foi fundada em 23 de agosto de 1890 e é considerada o maior centro de negociações da América Latina. (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS, 2005, p. 77).

²⁹ Brasil (2008).

³⁰ Política tributária que dispensa as empresas do pagamento da contribuição patronal ao INSS relativa aos seus funcionários, originalmente com vistas a aumentar a competitividade de alguns setores industriais e da tecnologia de informação.

Couto e Trintin (2012) também nos lembram que “o governo federal concedeu empréstimos de R\$ 180 bilhões ao BNDES, entre os anos de 2009 e 2010, com prazos variando de 20 a 40 anos e custo principal conforme a TJLP³¹” (COUTO; TRINTIN, 2012, p. 15), num esforço de fazer valer a política econômica anticíclica.

Uma grande crítica quanto a esse repasse financeiro do Tesouro Nacional para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) parte da ideia de que as contas públicas sofreriam efeitos negativos e gerariam um menor superávit primário. Isso ocorreria porque as taxas de juros dos empréstimos feitos ao BNDES eram menores do que as taxas de juros pagas pelo Tesouro Nacional para captar recursos via emissão de títulos (a taxa Selic) no mercado financeiro (GERARDO, 2010 *apud* COUTO; TRINTIN, 2012).

O índice de fragilidade do Setor Público brasileiro é reflexo do comportamento das contas públicas, condicionadas pela variação das receitas e das despesas. Nos anos de 2010 e 2013, por exemplo, o aumento das despesas correntes foi mais que proporcional ao aumento das receitas neste período. Isso já implica, por si só, um agravamento na gestão do fluxo de caixa, fragilizando o Setor Público com maior intensidade que nos respectivos períodos anteriores.

Analisando, ainda, a variação das despesas financeiras em relação às receitas, é possível constatar que apenas no ano de 2011 aquelas não foram maiores que estas. O reflexo disso foi a recuperação do índice de fragilidade para a marca dos 0,74.

Para bem compreender o contexto deste recorte temporal, é preciso considerar a dinâmica de um país em desenvolvimento em meio a uma economia financeirizada. Como vimos, os principais regimes de crescimento são o *finance-led* (BOYER, 2000), onde as finanças impactam positivamente sobre o crescimento econômico; e o *finance-dominated* (STOCKHAMMER, 2008), circunstância na qual as empresas enfrentam um *trade-off* entre lucro de curto prazo e investimento.

Observando atentamente a situação do Brasil, é possível reconhecer que, mesmo após a efetivação das medidas contra cíclicas, especialmente a partir de 2011, o país não apresentou altas taxas de crescimento, como podemos observar na tabela 4. Isso nos permite a seguinte interpretação: o Brasil, com sua economia financeirizada, deixou o regime *finance-led* e avançou para o regime *finance-dominated*, na medida em que o investimento foi negligenciado pelo financiamento do capital financeiro, desencadeando uma série de consequências para a macroeconomia, como

³¹ Taxa de juros a longo prazo.

aumento no desemprego, queda na demanda agregada e aumento da fragilidade financeira dos agentes como um todo.

Tabela 4 – Produto Interno Bruto Brasileiro

	Varição percentual real
2000	4,4
2001	1,4
2002	3,1
2003	1,1
2004	5,8
2005	3,2
2006	4
2007	6,1
2008	5,1
2009	-0,1
2010	7,5
2011	3,9
2012	1,9
2013	3
2014	0,1

Fonte: IBGE – BACEN (2016)³²

Todos esses fatores interferiram no crescimento do país e as projeções para o Produto Interno Bruto (PIB) não se concretizaram³³. A crise afetou o lado real da economia brasileira e exemplo disso é que, “de acordo com dados do Instituto Brasileiro de Siderurgia (ISB), apenas 47,5% do parque siderúrgico foram mantidos em produção plena em janeiro e fevereiro. Historicamente, o setor registrava índices que beiravam o uso quase integral, sempre acima de 80%”³⁴. A confiança dos agentes privados foi afetada, os empresários paralisaram os investimentos, os consumidores reduziram suas demandas de compras e o sistema financeiro retraiu a oferta de crédito (FUNDAP, 2012).

Nesse contexto, o banco central agiu com o intuito de aumentar a liquidez, motivar a atividade econômica e garantir a solvência dos sistemas financeiros. Para isso, foi preciso recorrer a programas fiscais voltados para a estabilização financeira e estímulo ao crescimento

³² Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>>. Acesso em: 11 set. 2016.

³³ Para algumas projeções ver NEVES, Renata. Crise real. **Jornal Estado de Minas**. Belo Horizonte, 6 de out. de 2008, p. 22.

³⁴ TEREZA, Irany. Siderúrgicas brasileiras desligam quase metade dos altos-fornos. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, 5 de abr. 2009. Caderno Economia & Negócios, p. B4.

a fim de amenizar as fragilidades financeiras e estimular o consumo de bens e serviços, a produção e o crédito, destacando-se, conforme relatório anual da dívida pública federal de 2009, as seguintes medidas:

- i) De liquidez – redução dos depósitos compulsórios bancários, incentivos para a compra da carteira de empréstimo de bancos pequenos e médios, realizações de leilões de câmbio e operações de swaps, leilões de linha de crédito para exportadores, aplicação de parte das reservas internacionais na ampliação das fontes de financiamento de empresas brasileiras no exterior;
- ii) De ampliação de crédito – redução das taxas de juros de empréstimos e dos custos financeiros para os bancos públicos, ampliação dos recursos para o BNDES, ampliação do fundo garantidor de crédito, criação de linhas de crédito;
- iii) Anticíclicas - desonerações tributárias (IRPF, IPI, IOF), expansão dos investimentos em infra-estrutura, antecipação das transferências para municípios, linhas especiais de crédito de longo prazo para Estados, aumento do Programa de Investimento da Petrobrás (BRASIL, 2009, p. 9).

No que tange à política fiscal, estas foram, desde o início de 2007, articuladas para implementar o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) – programa de investimentos públicos e privados voltados para as áreas de infraestrutura e projetos sociais, lembra Terra (2011). Esse cenário procedeu um período anterior também positivo para o Brasil, no que diz respeito ao comércio internacional, pois, a partir de 2005 houve elevação dos preços das commodities e isso contribuiu para que o país obtivesse superávits em transações correntes, bem como acumulação de reservas internacionais (FUNDAP, 2012).

Curado (2011) explica que no primeiro trimestre de 2003 a relação Investimento/PIB era de 16,23%. Já em 2008, antes dos efeitos da crise financeira global, a relação chegou a atingir 20,1%. Porém essa relação teve uma queda em 2010, período pós crise, atingindo 17,85%.

Esse contexto positivo da economia brasileira que envolve os anos anteriores a 2008, tem correspondência com a ilustração do gráfico 2, onde, até 2009, o índice de fragilidade apresentou uma melhora devido às políticas econômicas anticíclicas determinadas pelo governo brasileiro.

Com relação, especificamente, ao montante de financiamento da dívida pública no ano de 2009, houve resgate de R\$ 484,8 bilhões, enquanto que as emissões somaram um valor superior de R\$ 470,8 bilhões, dos quais R\$ 109,5 bilhões correspondem a emissões diretas sem contrapartida financeira, a destacar as operações com o BNDES no valor de R\$105 bilhões e Caixa Econômica Federal no valor de R\$ 2 bilhões (BRASIL, 2009).

Já sobre os títulos da dívida pública, a participação dos indexados à taxa Selic em 2009 alcançou 33,41%, valor superior a 32,43% registrado em dezembro de 2008³⁵, consoante à evolução das despesas financeiras de 2008 para 2009, conforme Tabela 1 apresentada.

Embora a taxa de juro real tenha sofrido uma queda tendencial a partir do ano de 2003, conforme gráfico 3, de 2008 para 2009 ela apresentou certo aumento, o que pode ser relacionado ao aumento dos 32,43% para 33,41% da participação de títulos indexados à Selic.

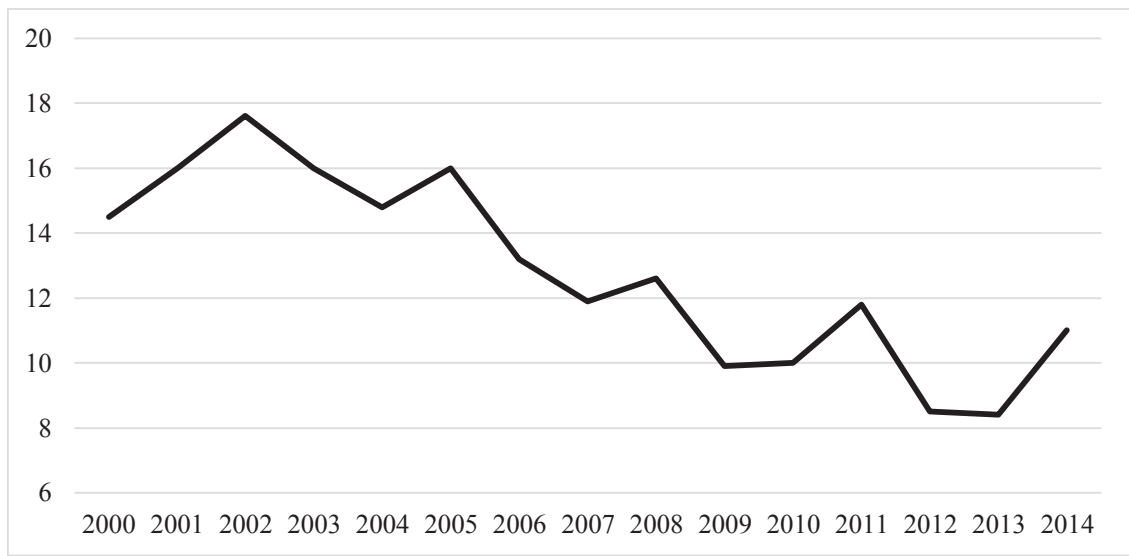


Gráfico 4 – Taxas de juros (média), 2000 a 2014
Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016b.

A taxa de juros no Brasil é admitida como elevada principalmente quando se evidencia os encargos com o pagamento de juros da dívida que obrigam o governo brasileiro a gerir continuamente a sua “rolagem”, limitando a queda de taxa de juros real. Essa necessidade de rolagem da dívida pública sobre a qual fala Curado (2011) ajuda a entender o elevado patamar da taxa de juros real brasileira e vai de encontro à ideia sustentada neste trabalho de que o envolvimento do Estado é efetivo no processo de financeirização.

O início de 2010 foi marcado, no Brasil, pela expansão da atividade econômica, sustentada pelo dinamismo da demanda interna e refletindo os efeitos dos estímulos creditícios³⁶, implantados para amenizar as consequências da crise financeira de 2008. Com isso, a receita total cresceu R\$ 21.086.932.512,11 de 2009 para 2010³⁷, de modo a reduzir as

³⁵ Brasil (2009, p. 35).

³⁶ Houve um aumento da oferta de crédito interno por bancos que passou de 24,6% do PIB, em 2003, para 46,6% do PIB em 2010, segundo Moraes e Saad-Filho, 2011.

³⁷ Diferença entre as receitas de 2009 e 2010 já apresentadas na Tabela 1.

despesas financeiras em R\$ 110.990.129.853,21. Considerando a dívida pública medida em proporção do PIB, houve uma queda de 59,21% para 51,77%, como observado na tabela abaixo:

Tabela 5 – Dívida Pública Brasileira (% PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dívida do Setor Público	55,98%	59,21%	51,77%	51,30%	53,77%	51,69%	57,19%

Fonte: BRASIL, 2016.

Silva e Terra (2012) lembram que o Brasil teve uma considerável expansão de seu PIB em 2010 (7,5%), sendo o melhor desempenho desde 1986. Esse cenário contribuiu para o aumento da inflação brasileira, de modo que a reação imediata do Banco Central do Brasil foi um ciclo de elevações da taxa básica de juros, evoluindo a taxa Selic, de 8,75% em 2010 para 12,50% em julho de 2011.

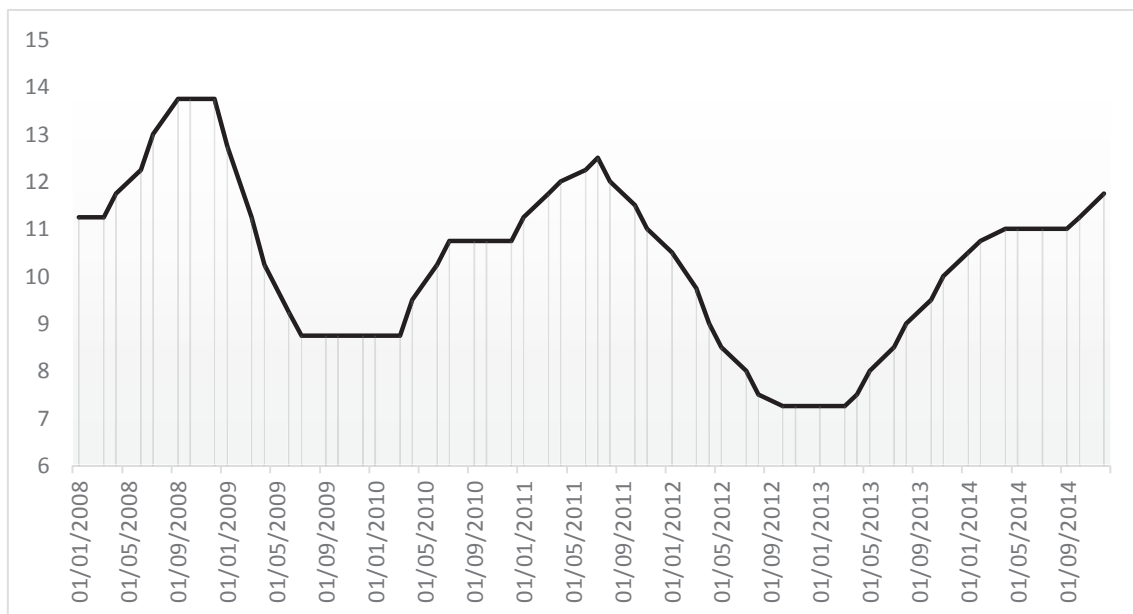


Gráfico 5 – Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic, 2008 a 2014.
Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016b.

Apesar de esses dados apontarem um cenário de destaque e positivo, o índice de fragilidade financeira no ano de 2010 revelou um número de 0,4. Como sabemos, o índice expressa uma situação de fluxo de caixa e, embora as receitas tenham aumentado e as despesas financeiras diminuído, as despesas correntes do governo aumentaram, aproximadamente, 13% a mais que o valor total da receita. Dito de outro modo, ambas as contas, receitas e despesas

totais, aumentaram. Porém a primeira em menor proporção do que a segunda. A diferença entre receita e despesa totais para o ano de 2010 foi de, exatamente, R\$ 324.553.610.207,93.

Entre os anos de 2011 e 2012, Cagnin *et al* (2013) apontam três períodos distintos, quanto à orientação da política macroeconômica brasileira. No primeiro período, que se refere ao primeiro semestre de 2011, as políticas monetária e fiscal tiveram um caráter restritivo, no intuito de desaquecer a atividade econômica e conter a aceleração inflacionária daquele contexto.

No segundo período, que se inicia em agosto de 2011 e termina em junho de 2012, diante da acentuada desaceleração da atividade econômica, o governo adotou medidas anticíclicas, como redução da taxa básica de juros (como se pode observar no gráfico 4), estímulos creditícios e desoneração tributária. Segundo os autores, a desaceleração da inflação colaborou para a reorientação dos objetivos da política econômica para priorizar a diminuição do diferencial entre a taxa básica de juros brasileira (Selic) e as taxas de juros internacionais. Em contrapartida, o governo, para garantir estabilidade monetária com taxas de juros menores e taxa de câmbio competitiva para o setor industrial, anunciou contenção de gastos públicos. Entretanto, os autores salientam que esse conjunto de medidas não gerou estímulos suficientes para reativar o nível de atividade e o investimento produtivo.

Finalmente, no terceiro período, que corresponde ao segundo semestre de 2012, houve um aprofundamento da desaceleração da atividade econômica. Para estimular a economia, além da redução da meta da taxa básica Selic,

os bancos públicos agiram novamente de forma anticíclica (à semelhança do observado em 2008 e 2009), mitigando o efeito negativo sobre a oferta de crédito da perda de ritmo do crédito concedido pelos bancos privados e assegurando que as reduções da taxa básica de juros atingissem os tomadores finais (CAGNIN *et al*, 2013, p. 170).

A partir de 2011, o índice de fragilidade financeira do Setor Público – que foi de 0,74 e mostrou certa recuperação em relação ao do ano anterior – cai tendencialmente. Ocorre que, a partir de então, as suas despesas financeiras aumentam de forma mais que proporcional ao aumento das suas receitas. A situação financeira do Setor Público vai se fragilizando, à medida que, para cumprir as metas de inflação, condiciona os gastos públicos e desestimula as expectativas dos investidores, variável fundamental para garantir demanda agregada e dinamismo econômico, segundo a perspectiva keynesiana.

Desse modo, o índice de fragilidade financeira referente ao ano de 2012 apresenta-se como um curso para uma situação financeira do Setor Público ainda mais vulnerável em 2013, em que o índice alcança o mínimo de -0,04, configurando uma situação *Ponzi*. No começo desse

ano, a retomada da atividade econômica foi menos intensa do que o esperado pelos gestores públicos³⁸ e as pressões inflacionárias impuseram maiores desafios a nível macroeconômico, causando significativa deterioração da expectativa de recuperação econômica.

É importante observar que a taxa de juros em 2013 sofreu um aumento em relação ao ano anterior. Esse indicador fortalece o argumento de que, com taxas de juros maiores, as despesas financeiras do Setor Público aumentam e isso, combinado a uma queda na arrecadação³⁹, torna seu fluxo de caixa mais vulnerável, insolvente e ainda mais fragilizado financeiramente. Em termos numéricos, essa fragilidade alcançou o valor de -0,04 no cálculo do índice.

O cenário econômico entre o ano de 2013 e 2014 foi marcado pelo aumento da relação entre a dívida bruta do Setor Público consolidado e o PIB, que cresceu apenas 0,1% em 2014.

Essa informação merece ser explicada de forma cuidadosa, pois se se comparar o índice de fragilidade financeira encontrado no ano de 2014 – que foi 0,19 positivo – pode parecer contraditório dizer que o crescimento econômico brasileiro não apresentou bom resultado. Por isso, é importante registrar que o fato de terem sido mantidas, no registro contábil, as contas “operações de crédito” orientou um resultado positivo para o índice de fragilidade do Setor Público, haja vista que, na fórmula para o seu cálculo, é necessário contabilizar as receitas. Entretanto é preciso cuidar quanto à interpretação desse resultado, pois a situação contábil mostra-se mais favorável do que a situação financeira, embora aquela tenha influenciado esta. Ou seja, o valor das receitas não denota, necessariamente, que há recursos disponíveis para o pagamento dos compromissos financeiros do Setor Público, caracterizando, assim, uma situação financeira relativamente frágil.

Se desconsiderarmos os valores referentes à conta “operações de crédito” numa simulação para o cálculo do índice de fragilidade para o ano de 2014, encontraremos uma situação diferente. Os valores R\$ 845.142.433.781,00 e R\$ 20.111.671.621,00, componentes subconta da conta (III), precisariam ser deduzidos da receita total R\$ 2.594.455.549.124,00, conforme Tabela 2. Assim, o novo valor da receita total seria de R\$ 1.729.201.443.722,00 que, aplicado à fórmula do índice de fragilidade financeira elaborado por Terra *et al* (2009), resultaria num valor de -0,65. A leitura que se pode fazer, diante desta simulação, é que numa perspectiva financeira, o Setor Público brasileiro esteve fragilizado. O comportamento do

³⁸ Conforme Brasil (2013).

³⁹ Como ocorreu de 2012 para 2013, de acordo com os dados coletados em Brasil (2013).

índice se modificaria e a representação gráfica deixaria saber que a linha de tendência revela uma inclinação para baixo, demonstrando a real fragilidade do Setor Público brasileiro.

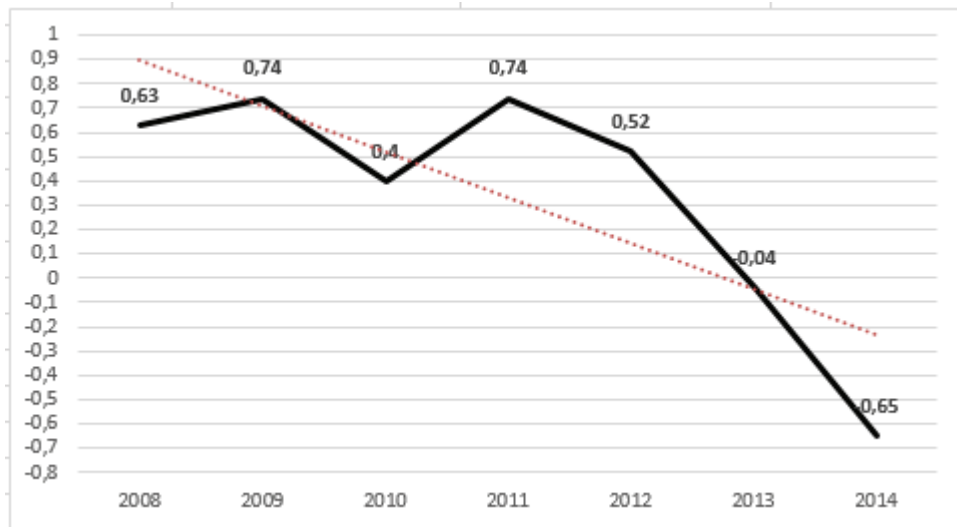


Gráfico 6 – Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro, 2008 a 2014
 Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados do Relatório do Balanço do Setor Público Nacional (BRASIL, 2015).

Importa dizer que o resultado desse cálculo não substitui o valor de 0,19 encontrado e apresentado anteriormente. Essa simulação pode ser justificada, mas não tem a menor pretensão de alterar a fórmula original do cálculo do índice. Nesse sentido, a justificativa se dá pelo o que diz o Relatório do Balanço do Setor Público Nacional de 2014 ao explicar que não se segrega as receitas e despesas de refinanciamento da dívida das demais receitas e despesas de operações de crédito e amortização, ou seja, os valores referentes ao refinanciamento da dívida mobiliária e de outras dívidas constam nas receitas de operações de crédito internas e externas⁴⁰ e também nas despesas com amortização da dívida de refinanciamento. Isso quer dizer que, na estrutura da atual versão de Balanço do Setor Público Nacional, apenas os valores das despesas com o refinanciamento encontram-se segregadas das demais despesas. Para as receitas, não há segregação das operações de refinanciamento das demais receitas de operações de crédito.

Simulação à parte, os índices de fragilidade financeira encontrados são apresentados juntos aos encontrados por Terra e Ferrari Filho (2011) e relacionados ao Produto Interno Bruto e à taxa de juros, conforme gráfico abaixo. Esses dados retratam o cenário econômico e financeiro do Brasil desde o ano 2000 e mostram que, com exceção do ano de 2013, em que a situação financeira do Setor Público brasileiro foi *Ponzi*, em todos os anos do período analisado,

⁴⁰ Valores deduzidos da receita total que equivalem a R\$ 865.254.105.402,00.

sua situação financeira esteve na posição Especulativa. Isso explica a sua crescente necessidade de endividamento que, por sua vez, implica, por sua própria dinâmica, rolagens de dívidas cada vez mais custosas, que tendem a gerar encargos financeiros maiores, podendo agravar a própria situação financeira, conduzindo-a para a posição *Ponzi*.

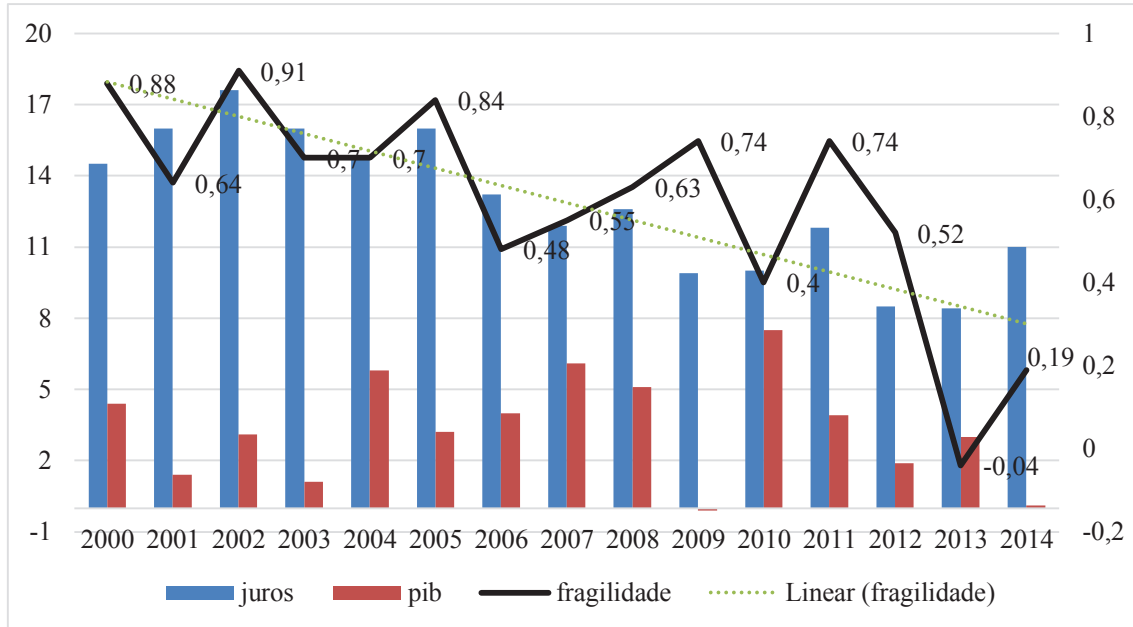


Gráfico 7 – Taxas de juros, produto interno bruto e índices de fragilidade financeira, 2000 a 2014.

Fonte: Relatórios anuais: dívida pública federal, com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN); IBGE, BACEN.

Assim, “como comprova o IFFSPB, os indicadores vão se ampliando ao longo do tempo, apontando que o Setor Público “embarca” para posturas financeiras mais próximas da posição *Ponzi*” (TERRA, 2011, p. 51), como se pode observar no gráfico acima. Em uma situação *Ponzi*, o Setor Público é incapaz de cobrir até mesmo seus gastos correntes e, assim, não faz frente à parte da amortização e dos juros. Tal posição é insolvente, até mesmo diante de suas obrigações orçamentárias e necessita de endividamento e refinanciamento do estoque devedor acumulado.

Uma alternativa é reestruturar os gastos correntes e financeiros. Sem reestruturação haverá conturbação no crescimento do produto do país, à medida que o deslocamento de renda privada para o Setor Público impedirá a ocorrência de investimento produtivo, o que afetará negativamente o crescimento da carga tributária para maiores arrecadações.

Ainda pelo lado dos gastos com a dívida pública, ou os gastos financeiros, é possível notar que os valores, desde 2008, comportam-se de forma irregular, isso é, não são sempre crescentes ao longo dos anos. Entretanto são valores que representam despesas muito

significativas para o fundo público brasileiro, em meio a uma das maiores taxas de juros do mundo, conforme Paulani (2009).

Baseado nas informações da Tabela 5 acerca do PIB e conforme Nassif (2015), é válido questionar por que o crescimento efetivado após 2007 não se sustentou. Para Nassif, mesmo que o contexto de incerteza internacional tenha persistido, ainda por causa da crise de 2008, os principais entraves à retomada do crescimento econômico brasileiro de forma sustentada estão relacionados predominantemente a fatores de natureza doméstica.

O autor explica que logo no primeiro ano de governo de Dilma Rousseff, o novo presidente do Banco Central do Brasil, Alexandre Tombini, iniciou, mediante decisões do COPOM, um ciclo de sucessivas reduções das taxas básicas de juros de curto prazo (Selic) com uma redução de 12% a.a. para 7,25% a.a. entre setembro de 2011 e abril de 2013. A grande questão é por que tal ciclo de queda dos juros não se sustentou de forma permanente, uma vez que, a partir de meados de abril de 2013 o Banco Central dava início a um novo ciclo de alta dos juros básicos. Para ele, no caso brasileiro, em particular, isso não aconteceu (e, talvez, não aconteça, caso permaneça intocado o *modus operandi* da política macroeconômica atual) devido à manobra do tripé macroeconômico no Brasil (metas de inflação, superávits fiscais primários e câmbio flutuante).

Nassif (2015) aponta que a Tabela 7, logo abaixo, fornece a pista para encontrar a principal origem da incerteza e das contradições da política econômica. No período 2011-2014, a taxa de crescimento média da formação bruta de capital fixo foi de apenas 1,8% a.a., e isso se deve a um panorama de incerteza econômica e baixa propensão dos empresários privados ao investimento. Essa constatação parece evidente, se considerarmos o processo de financeirização como plano de fundo desse cenário e a possibilidade do *trade-off* entre lucro de curto prazo – entendam-se aplicações financeiras – e investimento (BOYER, 2000), como já mencionado na discussão entre fragilidade e Estado. Nesse período, o Banco Central retomava o ciclo de aumento das taxas de juros de curto prazo para deter a inflação, ao mesmo tempo em que o Ministério da Fazenda seguia concedendo incentivos ao consumo das famílias.

Tabela 6 - Taxas de crescimento médias anuais do Produto Interno Bruto real
(1999-2014 — em percentual)

	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	Formação bruta de capital fixo
1999-2002	2,1	1,7	2,2	-2,1
2003-2006	3,5	3,2	2,5	4,3
2007-2010	4,6	5,8	3,9	10
2011-2014	2,1	3,1	2,2	1,8
1999-2014	3,1	3,4	2,6	3,1

Fonte: NASSIF, 2015, p. 434.

O ajuste fiscal realizado pelo governo tem sido justificado, como aponta Nassif (2015), por três razões, a saber: a primeira está ligada ao fato de que a dívida bruta do Setor Público cresceu significativamente entre o final de 2013 e novembro; a segunda está ligada ao fato de que os títulos públicos brasileiros está ainda concentrada no curto prazo⁴¹; e a terceira está ligada à preocupação de reduzir a incerteza futura. No entanto, para o autor,

uma anomalia existente no Brasil é a presença das Letras Financeiras do Tesouro, títulos de altíssima liquidez e negociados no overnight, cuja remuneração é indexada à taxa de juros básica de curto prazo (Selic). Um dos desafios do Banco Central do Brasil é solucionar esse tipo de imperfeição, em que um título do Tesouro é remunerado pelas taxas de juros básicas de curto prazo (Selic), cujo objetivo deveria se restringir apenas ao monitoramento dos ciclos do produto real, emprego e inflação (NASSIF, 2015, p. 437).

Essa forma de atuação do Setor Público brasileiro, tão bem discutida por Bruno (2009), no processo de financeirização, sustenta uma lógica financeira cíclica que, cada vez mais, o faz refêrem deste sistema de acumulação que, embora totalmente crítico e contraditório, tem se mantido. A pesquisa empírica permite dizer que a situação de fragilidade financeira do Setor Público brasileiro insere-se no contexto de uma crise mais global do próprio padrão histórico de desenvolvimento, requerendo profundas mudanças de ordem econômica, social e política, pois em uma economia onde o processo de financeirização tem se aprofundado, como no caso da economia brasileira, as crises tem se tornado mais profundas e os efeitos da intervenção do Estado se expressam pela exigência de um esforço fiscal maior do próprio. Assim, a política de intervenção estatal nas crises econômicas em um ambiente financeirizado pode aumentar a fragilidade do Setor Público, pois a sua intervenção (gastos) tem que ser maior e a recuperação na arrecadação (receitas) do Setor Público não é rápida.

⁴¹ Nassif (2015) ressalta que cerca de 21% do estoque da dívida pública contabilizada em dezembro de 2014 tinham vencimento em até um ano, de acordo com o Banco Central do Brasil.

Além disso, a financeirização é conduzida pelo Estado, via títulos públicos, e os credores dos títulos de dívida e o mercado financeiro impõe taxa de juros cada vez maiores para a rolagem da dívida do Setor Público, prejudicando ainda mais o investimento produtivo, o crescimento, a arrecadação e a gestão das contas públicas, de modo geral, um vez que a situação financeira do Setor Público ficará cada vez mais fragilizada, com margens de segurança pequenas ou inexistentes.

O cenário de fragilidade financeira pode advir ao longo do ciclo econômico, em decorrência de um precário gerenciamento das finanças públicas, em decorrência de uma crise financeira ou da redução da atividade econômica. Assim, o aprofundamento da financeirização, prejudica o investimento produtivo, o crescimento da arrecadação do Setor Público e da economia como um todo. Para sair desse círculo vicioso imposto pela evolução de forma preponderante das finanças, uma saída que o governo tem, em uma economia financeirizada, é reduzir os gastos correntes. Entretanto a consequência disso será um impedimento ainda maior para o crescimento da economia, assim como da arrecadação.

Desse modo, a constatação de que o Brasil possui um processo de financeirização que se desenvolve de maneira peculiar, juntamente a elevadas taxas de juros que o alimentam, associa-se à fragilidade do Setor Público que nada mais é que a consequência que esse mesmo processo de financeirização provoca.

Nesse cenário em que o Estado se vê refém do capital financeiro, suas possibilidades de intervenção via políticas econômicas minam. Concomitantemente, o processo de financeirização tende a se descolar continuamente da economia real, visto que o retorno para investidores são notavelmente menores que o retorno para rentistas. Embora não seja possível apontar a forma, o meio exato para tal, uma alternativa para minimizar os problemas que esse fenômeno da financeirização acarreta, principalmente com a limitação de investimentos que compromete o crescimento econômico e a acentuação da desigualdade social, na medida em que o Estado busca assegurar superávits, aumentando arrecadações e diminuindo gastos, para cumprir compromissos financeiros, seria, possivelmente, a mudança de expectativa dos investidores em relação à economia real.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação buscou analisar o efeito do processo de financeirização nas contas públicas brasileiras, no período de 2008 a 2014. Utilizando-se das principais abordagens críticas sobre o tema em relação à perspectiva neoliberal, foi possível elaborar um arcabouço teórico capaz de embasar a análise e interpretação dos dados referentes às contas do Setor Público brasileiro, no período supracitado.

Após a desregulamentação e liberalização financeira, ocorridas na década de 1970, os agentes econômicos passaram a utilizar o mercado de capitais como forma alternativa de valorizar seu capital, buscando aumento do lucro através das transações financeiras. No Brasil, os efeitos dessas ações fizeram-se sentir pelos significativos níveis das aplicações estrangeiras, sobretudo a partir da vigência do Real.

Na perspectiva marxista, fica claro o quanto o capital fictício obscurece a relação entre produção e valorização. A ideia de composição da riqueza vinculada a essa valorização do capital numa esfera estritamente financeira constitui a fração da classe que se articula estruturalmente às instituições financeiras. Isso só é possível porque os sistemas capitalistas vivem hoje um período histórico que, na visão dos regulacionistas franceses, dá-se pela dominância da acumulação financeira, isso é, pela financeirização.

O mercado financeiro, tão importante quanto complexo, funciona para além de intermediador de recursos entre agentes superavitários e deficitários. Na abordagem pós-keynesiana, estudamos que o sistema financeiro é, sim, capaz de financiar o investimento provendo recursos e estabelecendo um sistema de contratos monetários que coordenem a atividade econômica em contexto de incerteza. Porém esse mesmo sistema pode desencadear situações de fragilização financeira para os agentes, inclusive para o próprio Estado, na medida em que o fluxo de caixa passa a ser insuficiente para honrar seus compromissos, numa alternância do regime *finance-led* para o regime *finance-dominated*.

No Brasil, o processo de financeirização passa, necessariamente, pelo Estado e é conduzido pelo endividamento do Setor Público, considerado o fundamental eixo da acumulação rentista-patrimonial. Esse processo tem sido intensificado pela política de manutenção de taxas de juros elevadas e, conseqüentemente, intrincado as finanças do Setor Público, de modo que seus gastos financeiros, permanentemente alimentados por altas taxas de juros, favorecem o crescimento da dívida pública. Essas circunstâncias regem o Estado para

uma situação de fragilidade financeira, *a la Minsky*, comprometendo sua capacidade de atuar como agente anticíclico e mantendo-o refém dos interesses do capital financeiro. Nesse sentido, os ajustes fiscais acabam por visar aos anseios dos detentores de capital e credores do Estado e não mais para garantir o financiamento necessário dos gastos sociais, nem mesmo promover o investimento público e demais funções que lhe cabe.

Ao utilizar o índice de fragilidade financeira aplicado ao Setor Público brasileiro no período proposto para a investigação e análise empírica, foi possível constatar a coerência teórica das abordagens críticas ao explicarem o processo de financeirização no Brasil. Os índices encontrados apontam que o Setor Público brasileiro esteve em uma posição de financiamento fundamentalmente especulativa. E a linha de tendência da fragilidade financeira para o Setor Público, traçada no Gráfico 3, mostra uma preocupante situação, presente e futura, haja vista seu formato descendente com sentido para a posição *Ponzi*.

Os resultados obtidos permitem concluir, portanto, que o Setor Público brasileiro está, de fato, fragilizado e que isso se deve à forma com que a financeirização ocorre no Brasil. Os efeitos do neoliberalismo e da chamada globalização contribuíram para que o atual processo de financeirização desenvolvesse-se a partir da integração do mercado financeiro, traçando uma estrutura particular de endividamento do Setor Público brasileiro por meio dos pagamentos de juros da dívida pública.

Esse processo, deficiente e contraditório, agrava a situação econômica como um todo, comprometendo o crescimento e o desenvolvimento econômico no momento em que o regime *finance-led* é substituído pelo regime *finance-dominated* e enfatizando que os períodos de instabilidade podem ser mais recorrentes e ameaçadores, sobretudo se suas causas forem estruturais.

A financeirização reverte a função redistributiva do Estado, usando-o para concentrar renda nas mãos de investidores institucionais e das famílias mais abastadas que, juntos, detêm a maior parte do estoque da dívida brasileira. Isso ajuda a explicar a influência dessas instituições na determinação da política econômica.

A perversidade é que os pagamentos de juros derivam de um sistema tributário altamente regressivo, ou seja, há transferência de renda dos mais pobres para os mais ricos, visto que a dívida pública acaba por se constituir como um importante mecanismo de apropriação do fundo público pelo capital financeiro, ou melhor dizendo, pelo capital fictício. Ademais, a preocupação para assegurar superávit primário garante a suposta competência do governo para pagar seus compromissos com o mercado, que por meio de ajuste fiscal direciona

grande parte dos recursos financeiros para pagamento de juros da dívida, inviabilizando, por outro lado, a expansão dos investimentos públicos, visando conter gastos.

Contudo a contradição do processo é que seu elemento fundamental, o Estado, tende a se fragilizar com a política econômica da financeirização. As altas taxas de juros carregam a semente da destruição desse *modus operandi* e a redistribuição de renda às avessas amplia a corrosão social e seus efeitos políticos.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, Michel. **Macroeconomia financeira: crises financeiras e regulação monetária**. São Paulo: Loyola, 2004.
- AMADEO, Edward J. (Org.). **Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo: Marco Zero, 1989.
- AMADEO, Edward J.; DUTT, Amitava Krishna. Os keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 561-604, 1987.
- ANDERSON, Perry. Balanço do Neoliberalismo. In: SADER, Emir; GENTILI, Pablo (Orgs.). **Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995. p. 9-33.
- ARIDA, Pérsio. História do pensamento econômico como teoria e retórica. In: GALA, Paulo; REGO, José Marcio. **A história do pensamento como teoria e retórica: ensaios sobre metodologia em economia**. São Paulo: Ed 34, 2003, p. 13-48, 2003.
- AVILA, Róber Iturriet. Construção do *homo economicus* e a sua necessária desconstrução. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 35, n. 2, p. 309-336, dez. 2014.
- BANCO DO BRASIL. **O papel dos intermediários financeiros**. 2016a. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/papelDosIntermediariosFinanceiros.asp>> Acesso em 10 mar. 2016.
- BANCO DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros**. 2016b. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/copom/port/taxaselic.asp>>. Acesso em 10 mar. 2016.
- BATISTA, Erika; MORAES, Livia de Cássia Godoi. A inserção do Brasil na financeirização capitalista e as articulações no mundo do trabalho: os setores bancário e industrial. **Novos Rumos**, Marília. v. 49, n. 1, p. 139-158, jan./jun. 2012.
- BEAUD, Michel. **História do capitalismo: de 1500 até nossos dias**. São Paulo: Brasiliense, 2004.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O capital e suas metamorfoses**. São Paulo: Unesp, 2013.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global [Vários artigos]**. São Paulo: Unesp; Campinas: FACAMP, 2009.
- BERNIER, Bernard. **O pensamento econômico contemporâneo**. Lisboa: Instituto Piaget, 2001.
- BOCCHI, João Ildebrando. Crises capitalistas e a escola francesa da regulação. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 11, n. 1 (17) p. 26-48, 2000.

BOTTOMORE, Tom. Ed. **Dicionário do pensamento marxista**. Rio de Janeiro: Zahar, 2013.

BOYER, R. **Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis**. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p.111-145. 2000.

BOYER, Robert. **Teoria da regulação: os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.

BRAGA, José Carlos. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. **Estudos Avançados**, v. 23 n. 65, p. 89 – 102, 2009.

BRASIL: dívida pública % PIB. **Trading Economics**, New York, 2016. Disponível em: <<http://pt.tradingeconomics.com/brazil/government-debt-to-gdp>>. Acesso em: 20 maio 2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Balço do setor público nacional: exercício de 2014**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/383803/CPU_BSPN_2014/4743914f-45bb-468f-8eae-89154f241824>. Acesso em: 15 mar. 2016.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2008**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2009**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2010.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2010**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2011.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2011**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2012.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2012**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2013.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2013**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2014.

_____. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2014**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo? **Novos Estudos Cebrap**, n. 86, p. 51-72, 2010.

BRUNHOFF, Suzanne de. **Finança, Capital, Estados**. In: BRUNHOFF *et al.* **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

BRUNO, Miguel Antônio Pinho. **Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil**. 2005. 766 f. Tese (Doutorado em Economia). Rio de Janeiro, RJ, 2005. Disponível em:

<http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/teses/2005/crescimento_economico_mudancas_estruturais_e_distribuicao_as_transformacoes_do_regime_de_acumulacao_no_brasil.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2016.

BRUNO, Miguel *et al.* **Finance-Led Growth Regime no Brasil**: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília, dezembro de 2009. Texto para discussão n. 1455.

CAGNIN, Rafael Fagundes *et al.* **A gestão macroeconômica do governo Dilma** (2011 e 2012). Novos estudos CEBRAP, n. 97, p. 169-185, 2013. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/nec/n97/11.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2016.

CARVALHO, Fernando Cardim de. **Entendendo a crise financeira global**. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping/9.pdf>>. Acesso em: 16 jul. 2016.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do “capital em geral”, o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF *et al.* **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, 2002.

CORAZZA, Gentil. **O monetarismo ou a negação da moeda**. Porto Alegre DECON/UFRGS, nov. 1996. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosdidaticos/textodid11.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2015.

COSTA, Fernando Nogueira da. Câmbio, juros e inflação: tasteio. **Observatório da Economia Global**, n. 8, p. 1-38, set. 2011.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, p. 137-150, dez. 1998.

COUTO, Ana Cristina Lima; TRINTIN, Jaime Graciano. **O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira**. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/011020121854415026_Ana%20Cristina%20Lima%20Couto.pdf>. Acesso em: 16 jul. 2016.

CURADO, Marcelo. Uma avaliação da economia brasileira no Governo Lula. **Economia & Tecnologia**, v. 7, n. Especial, p. 91-103, 2011.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. A finança capitalista: relações de produção e relações de classe. In: BRUNHOFF *et al.* **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

FERNANDES, Orlando Assunção. **Dívida mobiliária pública e financeirização da riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil**. 2009. 238 f. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. 2009.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1 (113), p. 133-149, jan./mar. 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572009000100008&script=sci_arttext>. Acesso em: 05 set. 2015.

GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n. 82. p. 11-33, 2008.

HARVEY, David. **O Enigma do Capital e as crises do capitalismo**. São Paulo: Boitempo, 2011.

HUNT E.K. LAUTZENHEISER, Mark. **História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HUSSON, Michel. Finança, hiperconcorrência e reprodução do capital. In: BRUNHOFF *et al.* **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

IORIO, Ubiratan Jorge. As três escolas liberais do século XX. **Mises Brasil**, ago. 2016. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1064>>. Acesso em: 27 nov. 2015.

KEYNES, John Maynard. **Inflação e deflação: seleção de textos de Paul Israel Singer**. São Paulo: Abril Cultural, 1978.

MARAZZI, Christian. A violência do capitalismo financeiro. In: FUMAGALLI, Andrea; MEZZADRA, Sandro. **A crise da economia global: mercados financeiros, lutas sociais e novos cenários políticos**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011.

MARTINI, Ricardo Agostini. Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, p. 289-329, jun. 2014.

MARX, Karl. **O Capital: Livro III**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MINSKY, Hyman. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século, 2009.

MINSKY, Hyman. **John Maynard Keynes**. Campinas: Unicamp, 2011.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de. **Impactos da financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012**. 164 f. Tese (Doutorado em Economia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. 2013.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Financeirização como desenvolvimento do capital fictício: a crise financeira internacional e suas consequências no Brasil**. Brasília, 2011. Texto n. 358.

MORAES, Reginaldo. **Neoliberalismo: de onde vem, para onde vai?** São Paulo: Senac, 2001.

MORAIS, Lecio; SAAD-FILHO, Alfredo. **Da economia política à política econômica:**

o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula. **Revista de Economia Política**. v. 31, n. 4 (124), p. 507-527, out./dez. 2011.

NASSIF, André. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**. v. 35, n.3 (140), p. 426-443, jul./set. 2015.

OREIRO, José Luiz; PAULA, Luiz Fernando de. **A escolha de Sofia**: entre a desindustrialização e o fim do estado do bem-estar?. Disponível em: <<https://jlcureiro.wordpress.com/2011/06/16/a-escolha-de-sofia-entre-a-desindustrializacao-e-o-fim-do-estado-do-bem-estar/>>. Acesso em: 02 set. 2016.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**. v. 23. n. 66, p. 25-39, 2009.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

PLIHON, Dominique. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 5, p. 61-78, dez. 1995.

POCHMANN, Marcio. Ajuste econômico e desemprego recente no Brasil metropolitano. **Estudos Avançados**. São Paulo, v. 29, n. 85, set./dez. 2015.

SALAMA, Pierre. América Latina, dívidas e dependência financeira do Estado. **Revista de Ciências Sociais**, v. 36, n. 1/2, p. 18-32, 2005.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de economia do século XXI**. 2. ed. Rio de Janeiro: Record, 2006.

SAWAYA, Rubens R. Crise: um problema conjuntural ou da lógica da acumulação mundial? **Estudos Avançados**, v. 23, n. 60, p. 53-70, 2009.

SILVA, Cleomar Gomes da; TERRA, Fábio Henrique Bittes. O desempenho econômico brasileiro em 2011 e perspectivas para 2012: uma análise rápida em um período complexo. **Revista Economia & Tecnologia (RET)**. v. 8, n.1, p. 7-18, jan./mar. 2012.

SILVA, Giselle Souza da. **O capital portador de juros e o processo de financeirização da vida social**. Disponível em: <http://www.madres.org/documentos/doc_20130123130856.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2016.

STOCKHAMMER, Engelbert. **Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime**. Disponível em: <<https://www.soas.ac.uk/economics/events/file43940.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2016.

TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando. **A hipótese da fragilidade financeira aplicada ao Setor Público**: uma análise para a economia brasileira no período de 2000 a 2009. Brasília(DF), v.12, n.3, p.497-516, set/dez 2011. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2016.

TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando; CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. **A hipótese Minkyana de fragilidade financeira aplicada ao Setor Público**: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/XIVPremio/politica/2pfceXIVPTN/Monografia_Tema3_FABIO_HENRIQUE.PDF>. Acesso em: 25 out. 2014.