

# Dominância Financeira e Privatização

das Finanças Públicas no Brasil

Organizadores:

Rudinei Marques & José Celso Cardoso Jr.

**Versão  
Reduzida**



Realização:

**FONACATE**  
Fórum Nacional Permanente  
de Carreiras Típicas de Estado

Apoio:



**Servir**  
Frente Parlamentar Mista em Defesa do Serviço Público





# Dominância Financeira e Privatização

das Finanças Públicas no Brasil

Organizadores:

Rudinei Marques & José Celso Cardoso Jr.

Versão  
Reduzida

Realização:



Apoio:



Expediente

**Realização:**

*Fórum Nacional Permanente de Carreiras Típicas de Estado  
(Fonacate) (Maio, 2022)*

*As opiniões aqui emitidas são de responsabilidade dos  
autores e colaboradores.*

**Diagramação:**

*Diego Feitosa*

**Realização:**



**Apoio:**



Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Dominância financeira e privatização das finanças públicas no Brasil  
[livro eletrônico] / organização Rudinei Marques, José Celso Cardoso  
Jr.. -- 1. ed. -- Brasília, DF:  
Fonacate, 2022.  
PDF.

**Bibliografia**

ISBN 978-65-89771-02-9

1. Administração pública - Brasil 2. Finanças públicas - Brasil 3. Privatização -  
Brasil 4. Serviços públicos - Brasil I. Marques, Rudinei.  
II. Cardoso Junior, José Celso Cardoso.

22-111862

CDD-34:336(81)

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Finanças públicas 34:336(81)

Aline Grazielle Benitez - Bibliotecária - CRB-1/3129





# Sumário

<b>Apresentação</b>	<b>8</b>
<b>Prefácio I</b>	
Da Ambivalência da Financeirização aos Riscos Sistêmicos <i>Pierre Salama</i>	9
<b>Prefácio II</b>	
Da Constituição Dirigente Invertida à Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil <i>Gilberto Bercovici</i>	12
<b>Estudo Introdutório</b>	
A Dialética do Jogo Orçamentário-Financeiro no Brasil e o Plano de Organização do Livro <i>José Celso Cardoso Júnior</i> <i>Bráulio Santiago Cerqueira</i> <i>Márcio Gimene</i>	16
<b>Capítulo 1</b>	
A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos <i>Miguel Bruno</i>	36
<b>Capítulo 2</b>	
Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI <i>Ilan Lapyda</i>	75



### Capítulo 3

- Dominância Financeira e Privatização das Finanças  
Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações  
ao desenvolvimento nacional 101
- José Celso Cardoso Jr.*

### Capítulo 4

- Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização 135
- Eduardo Fagnani*  
*José Celso Cardoso Jr.*

### Capítulo 5

- O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um  
novo arcabouço fiscal 155
- José Luís da Costa Oreiro*  
*Helder Lara Ferreira Filho*

### Capítulo 6

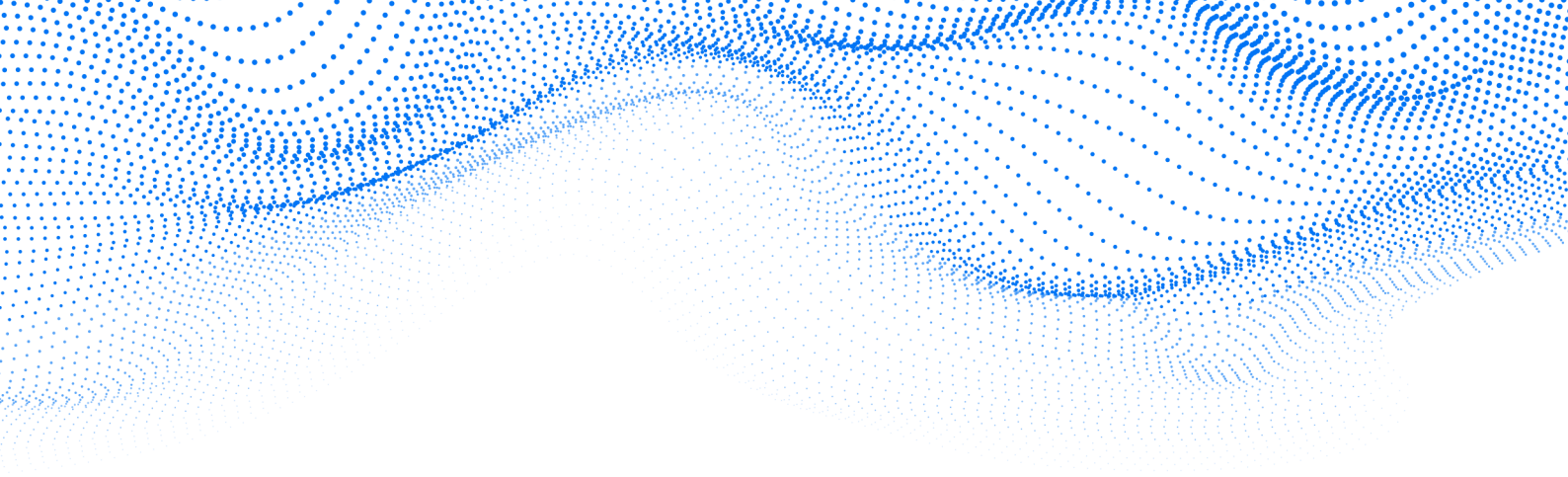
- Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República 184
- Márcio Gimene*  
*Daniel Negreiros Conceição*  
*André de Melo Modenesi*

### Capítulo 7

- A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento 202
- Ladislau Dowbor*

- Notas Biográficas 231**





# Apresentação

Rudinei Marques<sup>1</sup>

Em *El jardín de senderos que se bifurcan*, J. L. Borges menciona um sábio que não acreditava no tempo linear: “Creía en infinitas series de tiempos, en una red creciente y vertiginosa de tiempos divergentes, convergentes y paralelos. Esa trama de tiempos que se aproximan, se bifurcan, se cortan o que secularmente se ignoran, abarca todas las posibilidades”.

A dinâmica do capital parece seguir esse fluxo do tempo borgiano, pois, em suas distintas sendas, ora irriga a produção, distribui o alimento e mata a fome, ora promove a ciência, desenvolve vacinas e traz a cura, mas também fomenta conflitos, fabrica armas e faz a guerra. Tudo isso, e ainda mais, compõe esse emaranhado de caminhos que se multiplicam.

Ocorre que a hipertrofia da atividade fi-

nanceira - intensificada com a globalização, a desregulamentação e a instantaneidade do fluxo de capitais - compromete todo o sistema e prenuncia uma crise sem precedentes das finanças mundiais, com violentos impactos no mundo do trabalho, no setor produtivo e, em suma, na vida real das pessoas.

Portanto, *Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil*, que o Fonacate tem orgulho de levar a público, é um grito de alerta para evitar o abismo que nos espera. E isso é feito com a proficiência de estudiosos que dedicaram uma vida à reflexão sobre a temática aqui desenvolvida, e sob a curadoria do incansável José Celso Cardoso Jr., a quem desmedidamente agradecemos.

Brasília, 24 de maio de 2022

Boa leitura a todos!

---

<sup>1</sup> Doutor em Filosofia  
Presidente do FONACATE



# Prefácio I

## Da Ambivalência da Financeirização aos Riscos Sistêmicos<sup>1</sup>

Pierre Salama<sup>2</sup>

Escrever um prefácio para um livro excelente nem sempre é fácil. O desejo de desenvolver comentários encontra rapidamente o obstáculo do espaço disponível limitado e a frustração é ainda maior. Por outro lado, limitar-se a felicitações é empobrecedoramente banal. O tema desta coletânea de ensaios – *financeirização* – é importante e tem sido relevante há trinta anos. Não compreender a grande mudança da década de 1990 com a globalização financeira e depois a hiper globalização, contentar-se em descrevê-la sem analisá-la, usar o conceito de financeirização de forma equivocada e por preguiça intelectual, muitas vezes leva a esvaziar esse conceito de sua força analítica e a torná-lo um conceito que aceita tudo. Por fim e acima de tudo, é perder a “anatomia da sociedade” e a maneira como ela evoluiu em países semi-industrializados como o Brasil. Isso é o que os autores deste livro não fazem e só podemos agradecer-lhes por isso. Assim, limitar-me-ei a algumas breves observações conceituais.

### 1. O crescimento das atividades financeiras não é, por natureza, parasitário.

Em geral, as empresas atuam em um ambiente macroeconômico sobre o qual geralmente têm pouco controle no longo prazo, além de o fazerem num contexto de informações incompletas. A complexidade da produção hoje aumenta a incerteza sobre a rentabilidade dos projetos. A cobertura desses novos riscos leva ao desenvolvimento de produtos financeiros igualmente complexos. Assim, a complexidade do mercado financeiro é, em certa medida, consequência da complexidade da produção, ao mesmo tempo que a permite.

Essa complexidade financeira se amplia com a liberalização financeira (descompartimentalização, desintermediação e desregulamentação). Certamente isso tem um custo, mas deve possibilitar a obtenção de um lucro maior do que esse custo. O desenvolvimento das finanças e o surgimento de produtos financeiros sofisticados, portanto, permitem *in abstracto* o desenvolvimento do capital porque o ciclo do capital

---

1 Traduzido do original em francês por Licio da Costa Raimundo.

2 Latino-americanista, economista, professor emérito da Universidade de Paris XIII. Último livro traduzido para o português: 2021, *Contágio viral, contágio econômico e riscos políticos na América Latina*, Contracorrente Editora.

só ocorre se as atividades financeiras permitirem que o capital produtivo seja valorizado.

**2. Mas as finanças, como um Janus, têm duas faces. Uma “virtuosa” que acabamos de mencionar, e outra “viciosa”, que assumiu uma escala descontrolada com a globalização financeira.**

A financeirização é a “doença infantil” das finanças, é o seu monstro. A ascensão do setor financeiro não serve apenas para melhorar as condições de valorização do capital, é também causa e consequência da especulação. Acentua-se sua dimensão predatória sobre a mais-valia e, nessa medida, o trabalho, de indiretamente produtivo, torna-se improdutivo, ou seja, não suscetível à criação de valor, mesmo que indiretamente.

Duas dimensões coexistem, assim, nas finanças em sentido amplo: simultaneamente produtiva e improdutiva.<sup>3</sup> Com a financeirização, a segunda prevalece sobre a primeira. A financeirização é o limiar a partir do qual o setor financeiro, mais lucrativo que o setor industrial, se desenvolve em detrimento deste. Há um deslocamento para a “financeirização” quando o

desenvolvimento dessas atividades obedece mais à atração de novos produtos financeiros para si do que ao objetivo de reduzir riscos no setor produtivo, como mostra Miguel Bruno nesta coletânea.

O setor financeiro parece então tornar-se autônomo em relação ao setor produtivo. Nesse sentido, podemos dizer que as relações entre finanças e trabalho são fetichizadas e complexas. Fetichizadas, porque finanças e trabalho parecem operar em dois domínios separados: o dinheiro parece tornar-se autônomo e, como o milagre dos pães, produzir dinheiro por si mesmo, sem ter a ver com trabalho e com as condições de trabalho. Complexas, porque existem relações entre o desenvolvimento das finanças e as condições de trabalho (massa de salários, quantidade de empregos e tipos de emprego),<sup>4</sup> relações que se desdobram na clandestinidade e aparecem mais claramente durante as crises.<sup>5</sup> No contexto da globalização comercial e financeira, essas relações, que extrapolam o quadro nacional, são, no entanto, difíceis de decifrar, especialmente porque os aspectos virtuosos e viciosos são duas faces da mesma moeda. Em outras palavras, a fi-

---

3 Em termos marxistas, o trabalho no setor financeiro é “indiretamente produtivo” (O Capital, Livro 3), assim como o trabalho nas atividades comerciais analisadas por Marx. O trabalho que aí se desenvolve não é produtivo, mas também não é improdutivo. Pago sobre os ganhos de capital, aumenta-o graças, entre outras coisas, ao maior giro de capital e ao acesso a novos mercados, que são eles próprios uma fonte de economias de escala e de rentabilidade potencialmente aumentada.

4 Em geral, a financeirização leva a uma queda dos salários reais em relação ao aumento da produtividade, a menos que medidas políticas se oponham a esse desenvolvimento. Foi o caso do Brasil de Lula 2 e Dilma 1: os mecanismos de indexação do salário mínimo à inflação passada e às taxas de crescimento do PIB levaram a um aumento significativo e rápido desse salário durante essas presidências. Este aumento do salário real não levou, no entanto, a um aumento da produção local, mas a um aumento das importações financiado pelo aumento do preço das matérias-primas, tendo a reprimarização da economia e a financeirização desfavorecido a industrialização do país.

5 O circuito pode ser complexo e pouco claro: a emissão dos chamados ativos tóxicos (*junk bonds*), altamente lucrativos, construídos a partir de empréstimos “duvidosos” concedidos às categorias pobres da população que desejam comprar um imóvel. A especulação imobiliária permitiu tanto que a especulação financeira se desenvolvesse fortemente e aumentasse a demanda daqueles cujos salários estagnaram ou até caíram. O investimento e os empregos aumentaram, estimulando o crescimento, apesar dessa crescente financeirização. O “milagre” rapidamente se transformou em uma miragem. A vulnerabilidade ao crescimento dependia da credibilidade desses ativos tóxicos. Foi suficiente que ela desaparecesse para que a crise financeira eclodisse em 2008.



nança virtuosa contém em si tendências de financeirização que a distorcem.<sup>6</sup> Como escrevemos alguns anos atrás, usando uma famosa metáfora, a financeirização é “*um tigre de papel, com dentes atômicos*”.<sup>7</sup>

### **3. Ao contrário dos mercados financeiros dos países avançados, as bolsas de valores ainda são relativamente estreitas nos países semi-industrializados, mesmo que desde a década de 1990 tenham sido qualificadas como emergentes.**

Por muito tempo, a financeirização teve pouco a ver com produtos derivativos e complexos. Foi alimentada principalmente pela emissão de títulos do Tesouro que, no Brasil, eram muito lucrativos devido à política de juros reais muito altos e à tendência de valorização da moeda nacional antes da pandemia. Há, portanto, uma relação entre o déficit orçamentário e a financeirização das empresas e, conseqüentemente, a debilidade dos investimentos produtivos e a tendência à estagnação econômica.

Por isso foi importante fazer uma reflexão teórica sobre a moeda e o Estado. Foi o que fizeram L. G. Belluzzo *et alii*. L. M. Paulani vai na mesma linha, ainda que possamos

lamentar que, sobre o Estado, Paulani não se valha da escola da derivação, ou seja, a dedução do Estado como uma abstração real deduzida do Capital (M-V-A-C-E).<sup>8</sup> Em outro registro, é o que E. Fagnani e J. C. Cardoso Jr. fazem com excelência quanto ao sistema tributário e sua relação com a financeirização. Também aqui, mesmo correndo o risco de ampliação do escopo do livro, seria bem-vindo um artigo que retomasse as principais abordagens da financeirização de Lena Lavinas (2017),<sup>9</sup> via ascensão do crédito. A redução parcial de uma parte de gastos sociais previstos no Orçamento leva, de fato, a um *boom* de crédito para financiar essas insuficiências e a um desenvolvimento da financeirização – sobretudo via (super)endividamento das famílias.

No final, o que posso dizer para concluir este prefácio é que devemos nos deliciar com a publicação desta coleção de artigos. Os temas evocados neste livro podem ajudar no futuro a compreender tanto a sociedade que não queremos como aquela que esperamos poder construir.

6 As finanças são virtuosas ou viciosas, mas não as duas coisas para alguns economistas. Veja a introdução do livro da Cepal dedicado a esta questão: M. Abeles, E. Perez, E. Caldentey e S. Valdecantos (editores): *Estudios sobre Financiarización en America Latina*, 2018.

7 Salama P, 2016, « Financialization in Brazil : a paper tiger, with atomic teeth ? into Faruk Ulgen: *Financial development, economic crisis and emerging market economies*, Routledge.

8 As análises tradicionais analisam o Estado a partir da ideologia alemã; a facção mais radical da Escola de Frankfurt o faz a partir de *O Capital*. Permito-me referir à obra escrita em parceria com Gilberto Mathias, 1983: *O Estado superdesenvolvido*, das metrópoles ao Terceiro Mundo. Editora Brasiliense.

9 Lavinas, L. (2017). *The Take Over of Social Policy by Finacialization. The brazilian paradox*, ed. Mc Millan.

# Prefácio II

## Da Constituição Dirigente Invertida à Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil

*Gilberto Bercovici<sup>1</sup>*

A partir da década de 1970, com a hegemonia neoliberal no *mainstream* econômico, se tornou costume decretar a morte da macroeconomia. A ideologia neoliberal, dominante a partir dos governos de Ronald Reagan e Margaret Thatcher, defende o esvaziamento das funções do Estado, a privatização de grandes parcelas do setor público, a lógica microeconômica do “livre mercado” e do primado da concorrência.

O processo de financeirização da riqueza alterou substancialmente o núcleo da regulação econômica estatal. A expansão material do sistema mundial, calcada nos processos de alargamento progressivo da base produtiva e que sustentara os padrões de crescimento característicos dos chamados “trinta anos de ouro” do capitalismo, deu lugar a um período de expansão financeira do sistema, marcado pela movimentação desregulada do capital financeiro e pela garantia estatal da valorização da riqueza financeira privada.

Para os “monetaristas”, dirigentes políticos e economistas adeptos da perspectiva neoclássica ressuscitada com a ruptura dos Acordos de Bretton Woods e com a crise

do petróleo, só haveria uma única política econômica racional, a política ortodoxa de ajuste fiscal e privatização, em que a busca do pleno emprego deixa de ser um objetivo a ser perseguido. Esta seria a única política econômica neutra, técnica, de validade universal. Deste modo, não haveria como partidos políticos de origens ideológicas distintas administrarem de forma diferenciada a política econômica. A expressão da ex-Primeira Ministra britânica Margaret Thatcher, “TINA” (“*There Is No Alternative*”) simboliza este momento da falta de reflexão sobre a política econômica.

Além disso, o processo de mundialização econômica está causando a redução dos espaços políticos, substituindo a razão política pela pretensa neutralidade técnica. Há um processo de tentativa de substituição dos governos que exprimem a soberania popular pelas estruturas de *governance*, cujos protagonistas são organismos nacionais e internacionais “neutros” (bancos, agências governamentais “independentes”, organizações não-governamentais, empresas transnacionais, etc.) e representantes de interesses econômicos

---

1 Professor Titular de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.



e financeiros. A estrutura da *governance*, portanto, é formada por atores técnico-burocráticos sem responsabilidade política e fora do controle democrático, cujo objetivo é excluir as decisões econômicas do debate político. Afinal, a ingovernabilidade, para os neoliberais, é gerada pelo excesso de democracia.

Na América Latina, a aplicação das teses neoliberais foi imposta pelo “Consenso de Washington”, um programa de dez instrumentos de política econômica e fiscal sintetizado pelo economista John Williamson: disciplina fiscal, reordenação e controle rígido dos gastos públicos, reforma tributária, liberalização das taxas de juros, liberalização das taxas de câmbio, liberalização do comércio, liberalização dos investimentos estrangeiros, privatização de empresas estatais, desregulação econômica e garantias efetivas aos direitos de propriedade. O apoio das elites latino-americanas (inclusive as brasileiras) às políticas neoliberais do “Consenso de Washington” gerou o paradoxo de um discurso liberalizante proveniente dos grandes beneficiários da “ineficiência” estatal.

Do mesmo modo que o Estado, a constituição demonstra uma crescente debilidade intrínseca, com cada vez menos capacidade de regular a política e a economia. A constituição, que deveria ser o controle político sobre o poder econômico, vê os poderes que deveria controlar se tornarem ocultos e inalcançáveis. A adoção das políticas ortodoxas de ajuste fiscal e a implementação das medidas de redução do papel do Estado na economia e de atração de investimentos estrangeiros fez com que se tornasse necessário garantir determinadas medidas de política econômica mesmo contra as majorias políticas, gerando um processo de reformas constitucionais em vários países, cujo objetivo foi “constitucionalizar a globalização econômica”. Com a garantia dos investimentos constitucionalizada e a retórica sobre “segurança jurídica”,

“regras claras”, “respeito aos contratos”, “Estado de direito” (ou “*Rule of Law*”) sendo utilizada contra qualquer atuação estatal que contrarie os interesses econômicos dominantes, instituiu-se um fenômeno denominado “blindagem da constituição financeira”, ou seja, a preponderância das regras vinculadas ao ajuste fiscal e à manutenção da política monetária ortodoxa que privilegia os interesses econômicos privados sobre a ordem constitucional econômica e as políticas distributivas e desenvolvimentistas.

Estamos vivenciando, assim, um fenômeno de neutralização econômica do Estado e de proteção constitucional reforçada para instituições econômicas, colocando-as a salvo de qualquer interferência política democrática. No caso brasileiro, ainda, percebe-se a separação e a supremacia da constituição financeira, voltada para a garantia do capital privado e do equilíbrio macroeconômico, em detrimento da concretização da constituição econômica, ocasionando o que denomino de “*constituição dirigente invertida*”.

A Constituição brasileira de 1988 é uma constituição dirigente, ou seja, o seu texto incorpora um programa de transformações econômicas e sociais a partir de uma série de princípios de política social e econômica que devem ser realizados pelo Estado brasileiro. As normas determinadoras de fins do Estado dinamizam o direito constitucional, isto é, permitem uma compreensão dinâmica da constituição, com a abertura do texto constitucional para desenvolvimentos futuros. Deste modo, explicita-se o contraste entre a realidade social injusta e a necessidade de eliminá-la, impedindo que a Constituição considere realizado o que ainda está por se realizar, implicando na obrigação do Estado em promover a transformação da estrutura econômico-social.

Os autores conservadores criticaram a constituição brasileira com vários argu-

mentos. Essa discussão vai desde o argumento pueril de que por se intitular “dirigente” (ou “governante”), a constituição seria “totalitária” por pretender dirigir ou governar a sociedade, como se o problema da constituição fosse meramente de denominação, até a afirmação de que a constituição estaria repleta de “contradições” e de “compromissos”.

A crítica feita à constituição brasileira pelos autores conservadores diz respeito, ainda, entre outros aspectos, ao fato de a constituição “amarrar” a política, substituindo o processo de decisão política pelas imposições constitucionais. Ao texto constitucional foi imputada a responsabilidade maior pela “ingovernabilidade”.

O curioso é que são apenas os dispositivos constitucionais relativos a políticas públicas e direitos sociais que “engessam” a política, retirando a liberdade de atuação do legislador. E os mesmos críticos da constituição de 1988 são os grandes defensores das políticas de estabilização e de supremacia do orçamento monetário sobre as despesas sociais. A imposição, pela via da reforma constitucional e da legislação infraconstitucional, das políticas ortodoxas de ajuste fiscal e de liberalização da economia, não acarretou qualquer manifestação de que se estava “amarrando” os futuros governos a uma única política possível, sem qualquer alternativa.

Ou seja, a constituição dirigente das políticas públicas e dos direitos sociais é entendida como prejudicial aos interesses do país, causadora última das crises econômicas, do déficit público e da “ingovernabilidade”. A *constituição dirigente invertida*, isto é, a constituição dirigente das políticas neoliberais de ajuste fiscal é vista como algo positivo para a credibilidade e a confiança do país junto ao sistema financeiro internacional. Esta, a constituição dirigente invertida, é a verdadeira constituição dirigente, que vincula toda a política do Estado brasileiro à tutela estatal da renda finan-

ceira do capital, à garantia da acumulação de riqueza privada.

A constatação do fracasso da constituição financeira de 1988 em dar suporte para a implementação da constituição econômica se dá com a adoção da “Lei de Responsabilidade Fiscal” (Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000) e com as sucessivas emendas constitucionais que buscam garantir o chamado equilíbrio fiscal a qualquer preço, gerando um verdadeiro cipoal de regras financeiras e fiscais que praticamente inviabilizam a atuação de qualquer governo. Um dos motivos deste fracasso é a separação que a doutrina constitucional pós-1988 promoveu entre a constituição financeira e a constituição econômica, como se uma não tivesse nenhuma relação com a outra e como se ambas não fizessem parte da mesma Constituição de 1988. A constituição financeira passou a ser interpretada e aplicada como se fosse “neutra”, meramente processual, com diretrizes e lógica próprias, separada totalmente da ordem econômica e social, esterilizando, assim, a capacidade de intervenção do Estado na economia. Separada da constituição financeira, a constituição econômica de 1988 foi transformada em mera “norma programática”.

A Emenda Constitucional nº 95, de 2016, que instituiu o “Novo Regime Fiscal” e suspendeu a Constituição de 1988 por vinte anos, se insere, portanto, neste fenômeno, que ocorre em um contexto de *estado de exceção econômico permanente*, em que se utilizam as medidas emergenciais a todo o momento para salvar os mercados, caracterizando uma subordinação do Estado ao mercado, com a exigência constante de adaptação do direito interno às necessidades do capital financeiro, que busca reduzir a deliberação democrática ao mínimo necessário, como se esta fosse uma mera formalidade.

A constatação deste quadro problemático na estrutura financeira e fiscal do país,



bem como propostas para a sua superação vêm em boa hora publicados neste livro *“Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil”*, organizado por Rudinei Marques e José Celso Cardoso Jr.. O debate em torno da financeirização da economia brasileira e suas nefastas consequências para o desenvolvimento brasileiro é aqui tratado sob diversos enfoques por uma seleção do melhor time de professores e pesquisadores das principais universidades e centros de pesquisa brasileiros. Os textos que compõem o livro descrevem com rara competência as causas e formas pelas quais a financeirização tomou conta da economia brasileira, enredando nosso país em uma situação insustentável socialmente, mas com paradoxal apoio político

de amplos setores da vida nacional.

Ao furar o bloqueio existente na opinião pública e até mesmo nos meios universitários para tratar a fundo da financeirização da economia, os autores aqui reunidos nos fazem enxergar claramente que, com a preponderância ideológica do fiscalismo e do monetarismo, o “moinho satânico” de que falava Karl Polanyi, ou seja, as engrenagens da economia capitalista que esmagam as condições de vida das pessoas em geral, parece estar atuando sem nenhum controle no Brasil. A publicação deste livro certamente irá abalar o senso comum do debate econômico e financeiro, sendo uma leitura obrigatória para a compreensão da nossa realidade.

# Estudo Introdutório

## A Dialética do Jogo Orçamentário-Financeiro no Brasil e o Plano de Organização do Livro

*José Celso Cardoso Júnior<sup>1</sup>*

*Bráulio Santiago Cerqueira<sup>2</sup>*

*Márcio Gimene<sup>3</sup>*

### ▪ A dialética do jogo orçamentário-financeiro no Brasil

O Fonacate (Fórum Nacional Permanente das Carreiras Típicas de Estado), com ajuda da Afipea-Sindical (Associação dos Funcionários do Ipea), do Unacon Sindical (Sindicato Nacional dos Servidores do Tesouro Nacional e da Controladoria-Geral da União), da Assecor (Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento) e das demais entidades afiliadas e da interlocução com a academia, vem produzindo, desde 2016 - ano de inflexão da agenda brasileira que passaria a se pautar por contrarreformas regressivas condensadas no documento "Ponte para o Futuro" do MDB -, reflexões críticas, documentos e proposições em defesa do Estado nacional, da CF-1988 e de políticas públicas orientadas para a restauração de uma trajetória de desenvolvimento soberano, produtivo e ambientalmente sustentável, bem como regional e socialmente justo, incluyente e solidário.

Neste sentido, fomos e somos contrários ao desenho da EC n.95 do teto de gastos (2016), às reformas trabalhista (2017) e previdenciária (2019) nos seus aspectos desprotetivos e excludentes, e temos nos colocado de forma aberta e decidida contra as PECs 186/2019, 187/2019 e 188/2019, condensadas e recém convertidas na Emenda Constitucional n. 109/2021 que aprofunda o subfinanciamento de políticas públicas, e contra a PEC 32/2020 que busca implementar uma reforma administrativa de orientação patrimonialista, fiscalista e privatista<sup>4</sup>.

Para fundamentar nossa posição, lançamos em 2021 o livro **Rumo ao Estado Necessário: críticas à proposta de governo para a reforma administrativa e alternativas para um Brasil republicano, democrático e desenvolvido** (<https://fonacate.org.br/wp-content/uploads/2021/03/Livro-Fonacate-2021-V8.pdf>).

Agora, a fim de dar sequência a este trabalho, avançamos no tema das finanças

---

1 Presidente da Afipea Sindical

2 Presidente do Unacon Sindical

3 Presidente da Assecor

4 Ver Cardoso Júnior, J.C. Reforma Administrativa Bolsonaro/Guedes: autoritarismo, fiscalismo e privatismo. Brasília, Afipea Sindical (2021).

públicas no Brasil, já que: i) todas, absolutamente todas as iniciativas e justificativas de desmonte de direitos sociais e dos trabalhadores dos últimos governos, desde 2015, assentam-se na falácia de que o Estado brasileiro está quebrado e, portanto, apenas ajustes fiscais estruturais e de longo prazo poderiam resgatar a credibilidade e restaurar o crescimento sustentado; ii) o ajuste fiscal, concentrado na farta produção de restrições legais e administrativas aos gastos primários em investimento público, em políticas sociais e com o funcionalismo, não termina nunca porque nem a economia, nem receitas públicas nem resultados fiscais se recuperam, o que coloca – permanentemente – direitos e população sob ameaça; iii) os lucros e sua concentração aumentaram e se sustentaram no agronegócio, nos grandes grupos varejistas e nos bancos, mesmo na semiestagnação até 2019 ou desde a crise pandêmica da covid-19, ainda em curso; iv) o debate sobre finanças públicas no Brasil, diferentemente da direção observada no mundo hoje, prossegue blindado pelo respaldo que a narrativa do governo encontra nos interesses corporativos que se beneficiam da agenda liberal de mercado.

Portanto, para contrarrestar a dita narrativa e apresentar alternativas críveis ao desmonte do Estado e à subalternidade das finanças públicas à ideologia econômico-liberal, tomamos a iniciativa de levar a cabo o projeto **Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil**.

Resumidamente, sabe-se que desde os anos 1990 está em curso no Brasil um processo – não linear mas com direção definida – de *financeirização* e *privatização* das finanças públicas federais, que se manifesta por meio da liberalização financeira, da consolidação de regras fiscais disfuncionais à gestão da demanda agregada e do pleno emprego, da desindustrialização e da preservação/impulso à reprodução

fictícia da riqueza, expressa em altas lucratividades das atividades de intermediação financeira e na centralidade dos ganhos de tesouraria para as atividades produtivas. Trata-se de processo por meio do qual se vai consolidando o que aqui chamaremos de *dialética do jogo orçamentário-financeiro* no Brasil.

A primeira das contradições é a da financeirização e privatização do fundo público (ver capítulo 9), que contrapõe duas situações antagônicas entre si. De um lado, normativos constitucionais e infraconstitucionais que primam pelo *enrijecimento da gestão/execução orçamentária e criminalização do gasto público real*, de natureza primária, justamente aquele que é responsável pelo investimento público e pelo custeio de todas as despesas correntes, tanto as intermediárias/administrativas, como as finalísticas destinadas à implementação efetiva das políticas públicas federais em todas as áreas de atuação governamental. De outro lado, ampla liberdade, blindagem política (a exemplo da recém aprovada autonomia do Banco Central) e grande raio de manobra para o gasto público financeiro, precisamente o oposto do tratamento conferido ao gasto primário real do setor público. Por meio da financeirização em curso se processa, simultaneamente, a própria privatização das finanças públicas no Brasil.

Portanto, ao chamarmos a dualidade acima de financeirização e privatização das finanças públicas, queremos com isso propor que, por detrás do arcabouço orçamentário-financeiro do governo e de sua operação, aparentemente neutra ou simplesmente técnica, há um jogo desigual de apropriação e enriquecimento financeiro que favorece determinados segmentos numericamente minoritários da população, tais como bancos comerciais, bancos de investimento, seguradoras, corretoras, fundos de pensão e agentes estrangeiros, os quais são não apenas os maiores ideó-



logos desse processo, como também os seus principais beneficiários diretos.

Por sua vez, a segunda das contradições do jogo orçamentário-financeiro está relacionada ao fenômeno da *austeridade fiscal seletiva* (ver capítulo 19), por meio da qual a rigidez fiscal é contornada para atender a interesses de curto prazo de grupos com acesso direto e indireto aos fundos públicos. Neste sentido, a combinação entre *austeridade fiscal seletiva* e *clientelismo* vem capturando o caráter público do orçamento, dissociando-o dos desafios para o desenvolvimento do país, e consolidando, normativa e institucionalmente, um arranjo perverso de privatização e concentração de renda por meio do próprio Estado, além de clientelista e patrimonialista em termos dos segmentos sociais e econômicos diretamente beneficiários desse arranjo de poder político sobre o orçamento fiscal da união. Em outras palavras: a base congressual do governo homologa posições ultra-fiscalistas, defendidas pelo capital financeiro, ao mesmo tempo que se apropria de recursos orçamentários de forma discricionária, em conformidade com seus interesses particulares. Para tanto, autoriza a execução de recursos não planejados e pouco transparentes, ao mesmo tempo que aponta para o subfinanciamento das políticas públicas.

Claro está, portanto, que as implicações dessa dialética são perniciosas para a dinâmica de crescimento econômico, bem como para as condições de reprodução social adequada e digna da população. Posto tratar-se de *opção política de política econômica*, esse arranjo normativo/institucional que se consolida no Brasil é passível de contestação teórica e empírica, razão pela qual é importante desnudar as suas implicações e apontar alternativas críveis para redesenhá-lo, com vistas à promoção de um desempenho econômico e social mais condizente com o potencial e anseios de crescimento e de inclusão do país.

É, portanto, diante deste contexto e proposta de abordagem e de atuação política que gostaríamos de convidá-lo(a) à leitura e ao entendimento desse fenômeno e processos que lhe são correlatos.

## ▪ Plano de organização do livro

Este livro contou com participação ativa de 40 pesquisadores e professores universitários, interessados ou já especialistas nos respectivos temas que escolheram abordar. Seja individualmente ou em conjunto, os capítulos aqui reunidos conformam uma visão ao mesmo tempo crítica e propositiva acerca das finanças públicas brasileiras. O interesse e a disponibilidade de cada um/uma deles/delas para o convite e a missão que lhes foi conferida, em meio às imensas atribulações e atropelos do dia-a-dia profissional e do país, nessa conjuntura crítica da vida nacional, dão mostras do caráter ético e compromissado dos autores e autoras – todos eles/elas já bastante experientes e renomados em seus respectivos campos de atuação e publicação – sempre que o assunto é o Brasil, o seu Estado nacional e o seu Projeto de desenvolvimento, visando à construção de um país economicamente pujante, politicamente republicano e responsivo, socialmente justo e democrático, ambientalmente sustentável, além de internacional e culturalmente soberano.

Com a abrangência e profundidade das análises aqui contidas, o livro estruturou-se em três grandes partes, percorrendo 23 capítulos, além da Apresentação Institucional do Fonacate, a cargo do seu presidente Rudinei Marques, dos dois Prefácios oferecidos ao livro pelos professores Gilberto Bercovici da Universidade de São Paulo e Pierre Salama da Universidade Paris 13, e desta Introdução feita pelas mãos de José Celso Cardoso Júnior, Bráulio Santiago Cerqueira e Márcio Gimene.

A Parte I do livro reúne 7 capítulos que versam sobre os *fundamentos teóricos e*

*históricos para estudo e compreensão da financeirização no estágio atual de desenvolvimento do modo de produção, acumulação e exclusão capitalista*, todos centrados no caso brasileiro atual.

O capítulo um, de **Miguel Bruno (ENCE/IBGE)**, analisa o fenômeno da financeirização com base nas definições propostas pela literatura nacional e internacional e propõe uma definição-síntese, abrangendo suas várias dimensões econômicas e sociais apontadas por pesquisas recentes. Ele apresenta um conjunto de indicadores macroeconômicos desse processo, explicando seu estatuto teórico e sua aplicabilidade ao caso do Brasil. Busca mostrar como a financeirização consolidou-se nesse país como um limite estrutural maior, que não pode ser revertido por mudanças somente no âmbito da política econômica. A perda de autonomia do Estado nacional e a vigência de um regime de crescimento e acumulação de capital inadequado às necessidades do desenvolvimento socioeconômico brasileiro são subprodutos de uma modalidade de financeirização fortemente baseada na renda de juros ou usurária. Altamente conveniente à revalorização rentista em ativos financeiros, em sua maior parte desconectados das necessidades de imobilização de recursos no setor produtivo, a financeirização tem mantido a economia brasileira em trajetórias de crescimento baixo, lento e instável, além de aumentar sua vulnerabilidade e dependência a capitais externos especulativos e a maior frequência de crises financeiras. Essa perspectiva permite ainda compreender que os níveis elevados das taxas de juros no Brasil não podem ser satisfatoriamente explicados por fatores relacionados à inadimplência, marco regulatório ou mero conservadorismo das políticas monetária e fiscal. No âmbito sociopolítico e institucional, a financeirização usurária da economia brasileira tem minado as bases da democracia, uma vez que reduz ou suprime direitos sociais

pelas restrições que impõe às finanças públicas, derivadas de posições eminentemente ideológicas, mas que interessam ao setor financeiro, apesar da ausência de fundamentação sólida e de evidências empíricas que justifiquem sua necessidade e contribuição ao desenvolvimento.

O segundo capítulo, de **Leda Paulani (FEA/USP)**, entende como intrinsecamente contraditória ou dialética a relação existente entre Estado e mercado, buscando a partir daí demonstrar que, dado o atual padrão de acumulação capitalista em âmbito mundial, o papel do Estado tem sido, na maior parte dos casos, o de viabilizar a utilização de recursos públicos para fomentar o enriquecimento privado de poucos. A apresentação da relação entre Estado e mercado como termos antinômicos começa com Hegel e Marx e passa, entre outros por Pachukanis, Gramsci e o filósofo brasileiro Ruy Fausto. Na discussão sobre o atual padrão de acumulação, a base é dada pelos trabalhos de David Harvey, com as contribuições de Wolfgang Streeck e François Chesnais. Um pequeno intermezzo discute o dinheiro hoje, sobretudo em sua função de dinheiro mundial, e em sua relação com a Modern Money Theory (MMT). Por fim, atrelada ao caráter contraditório da relação Estado x mercado e às especificidades do atual padrão de acumulação de capital no Brasil, que tem na financeirização e nos expedientes de espoliação suas marcas características, discute-se a atuação do Estado nesse processo de dissipação e apropriação de recursos públicos que impulsiona o enriquecimento privado. A análise aborda a história brasileira recente, sobretudo o processo de privatização e a política monetária (com seus impactos deletérios sobre a dívida pública) para mostrar o Brasil como um exemplo emblemático desse tipo predatório de acumulação capitalista na contemporaneidade.

O capítulo terceiro, de **Luiz Gonzaga Beluzzo, Lício da Costa Raimundo, Saulo**

**Abouchedid, todos professores da FA-CAMP**, busca oferecer uma compreensão sobre o papel da moeda em uma economia capitalista, separando, de um lado, aquelas concepções que em última instância dão base às políticas e institucionalidades do presente e, por outro, aquelas concepções que apontam para a construção de uma gestão monetária que permita, no limite, a manutenção dos elos que conferem coesão ao tecido social e, ao mesmo tempo, conduzam a uma retomada da construção de uma sociedade calcada nos princípios da igualdade, da justiça e do desenvolvimento. Para tanto, apresentam-se as duas principais concepções em torno das quais entende-se o conceito de moeda em uma sociedade capitalista. Tais concepções embasam as políticas de gestão atualmente vigente da moeda e do crédito e sua alternativa, além das concepções institucionais a elas correspondentes. Além disso, procede-se a uma leitura histórica dos fatos que nos trouxeram até aqui, confrontando a relação entre endividamento público e endividamento privado. Por fim, trata-se de rememorar, em seus aspectos centrais, o Plano Keynes e perceber a atualidade de suas propostas.

O capítulo quatro, de **Márcio Gimene, Daniel Negreiros Conceição e André de Melo Modenesi, todos com formação e/ou docência na UFRJ**, lembram que o planejamento estratégico público, de acordo com a própria CF-1988, é um fator determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Assim, torna-se necessário mobilizar recursos financeiros que sejam suficientes e adequados para o pleno cumprimento dos Objetivos Fundamentais da República e dos demais dispositivos constitucionais e infraconstitucionais a eles associados. Por isso, buscam demonstrar neste trabalho que: i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário; ii) governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação

prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem; e iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária. Em adição aos preceitos acima da MMT, os autores enfatizam, no entanto, que isso não significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. Afinal, ao menos três restrições precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: i) as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas. Apesar disso, não há motivo (do ponto de vista estritamente financeiro) para que um governo monetariamente soberano como o brasileiro deixe de realizar os gastos que forem necessários para assegurar o cumprimento de metas politicamente pactuadas – tais como os objetivos fundamentais da República definidos na Constituição brasileira. Não faz sentido a crença segundo a qual “a Constituição não cabe no orçamento”. É o orçamento público que deve se adequar à Constituição, e não o contrário. Desta maneira, o texto ressalta que as restrições de gasto impostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

O quinto capítulo, de **Daniel Negreiros Conceição (UFRJ) e Fabiano Dalto (UFPR)**, demonstra que os eventos que se sucederam à crise pandêmica de 2020, no Brasil, não deveriam permitir que pairassem dúvidas sobre a capacidade financeira do governo brasileiro de realizar pagamentos em reais, sem risco de esgotamento das suas fontes de financiamento, explosão da taxa de juros, ou descontrole inflacionário. A pandemia do novo coronavírus forçou o governo brasileiro, na prática, a abandonar completamente a sua agenda de austeridade fiscal, obrigando-o a elevar extraor-



dinariamente os gastos públicos, bastando para isso que se desobrigasse de cumprir as regras fiscais (auto)impostas desnecessariamente pela legislação brasileira. Estes fatos são inexplicáveis a partir da visão convencional sobre finanças públicas e macroeconomia, segundo a qual todo e qualquer governo se encontra ameaçado de esgotamento de suas fontes de financiamento, caso não cuidem de manter estável (como fração do PIB) o estoque de suas dívidas. Neste capítulo, os autores apresentam uma explicação sobre como o governo brasileiro é capaz de gastar sem limites financeiros, tal como o efetivamente ocorrido em 2020, e argumentam que esta capacidade pode e deve ser utilizada para que a demanda da economia seja mantida sempre perto do seu nível ótimo, compatível com o pleno emprego, e com uma oferta generosa de bens e serviços públicos garantidores dos direitos fundamentais da população. Tal como tem sido demonstrado recorrentemente, e eloquentemente durante a atual crise da pandemia do Covid-19 nas crises econômicas é o governo quem socorre o sistema financeiro e não o contrário. Se durante as crises os governos monetariamente soberanos não encontram dificuldade em se financiar, seria curioso se tivessem dificuldades de fazê-lo em épocas de estabilidade e crescimento. Desta maneira, afirmam que os gastos de qualquer governo monetariamente soberano estão condicionados, apenas, por: i) suas próprias prioridades políticas; ii) por restrições de recursos “reais” compráveis com a moeda do Estado; e iii) por restrições legais autoimpostas. Considerando essas restrições, duas são as tarefas necessárias, no contexto brasileiro atual, para tornar as finanças públicas funcionais para as grandes transformações necessárias a tornar a economia brasileira socialmente justa, ambientalmente sustentável e economicamente estável. São elas: modificar o arcabouço fiscal vigente (LRF, Teto dos Gastos e Regra de Ouro) que têm tornado o

orçamento insuficiente e inadequado (disfuncional), incapaz de cumprir a contento objetivos socioambientais, e, além disso, pró cíclico, amplificando as flutuações econômicas; e fortalecer os mecanismos já existentes de planejamento orçamentário (PPA e LOA) orientados para o pleno uso dos recursos reais disponíveis de forma a atingir as prioridades de transformações econômicas e sociais, ao mesmo tempo em que estabilize a economia diante de choques (como o provocado pela pandemia).

O capítulo seis, de **Ana Carolina Nica-cio e Pedro Rossi, doutoranda e docente do Instituto de Economia da UNICAMP**, alerta que no atual contexto histórico institucional, de ampla abertura e desregulamentação financeira do sistema financeiro internacional, as moedas são ativos financeiros de alta liquidez associadas a um binômio “rendimento/risco” e sujeitas a compor o portfólio de investidores internacionais, assim como commodities, ações, títulos, hipotecas securitizadas, dentre outros. Essa noção de moeda enquanto ativo financeiro não é tão evidente para todos os campos da teoria econômica, mas na visão dos operadores do mercado financeiro ela figura no plano da obviedade. Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes financeiros são fatores fundamentais para a determinação da taxa de câmbio, por vezes mais relevantes que variáveis reais, como o comércio externo, o crescimento econômico, etc. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica sujeita às convenções de mercado, à alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Decorre daí a “financeirização da taxa de câmbio”, que pode ser definida como um processo de subordinação das trajetórias cambiais às decisões de portfólio dos agentes financeiros. Esse fenômeno tem como consequência um padrão de flutuação cambial mais volátil e mais correla-

cionado com o ciclo de liquidez internacional e com variáveis financeiras. Além disso, está condicionado pela abertura financeira do país e pela estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional, no qual os ciclos de liquidez são determinados pelo centro do sistema, assim como os processos especulativos com o *carry trade*, que dependem da orientação das taxas de juros de países centrais. Nesse contexto, o capítulo mostra que a taxa de câmbio real-dólar é uma das mais voláteis do sistema e das mais correlacionadas com o ciclo de liquidez. No boom internacional, a moeda brasileira é uma das que mais se valoriza, mas nas crises, uma das que mais se desvaloriza. Essa volatilidade não contribui em nada para o investimento produtivo e para o desenvolvimento econômico. Isso ocorre por conta da abertura financeira do país e das suas características institucionais, tais como uma taxa de juros estruturalmente alta e um mercado de câmbio permeável à especulação financeira. Essas características podem estar sendo inclusive agravadas pela Nova Lei Cambial, recém aprovada no Congresso Nacional.

O sétimo e último capítulo da Parte I do livro, de **Ladislau Dowbor (PUC/SP)**, revela que a revolução digital está tendo impactos tão profundos, nos dias atuais, quanto em outra era teve a revolução industrial. Com a revolução digital, que envolve uma expansão radical das tecnologias, bem como a generalização da economia imaterial, a conectividade global, o dinheiro virtual e o trabalho precário, a própria base da sociedade capitalista se desloca. Em particular, a apropriação do produto social por minorias já não exige geração de emprego e produção de bens e serviços. Passa pela intermediação do dinheiro, do conhecimento, das comunicações. Onde dominava a fábrica, hoje temos plataformas em escala planetária, que exploram não só as pessoas, por exemplo através do endividamento, mas também as próprias empresas produ-

tivas através dos dividendos pagos a acionistas ausentes. Desta feita, este capítulo está centrado precisamente no que está mudando, naquilo que ainda chamamos de modo de produção capitalista. A atividade industrial permanece, sem dúvida, como permaneceu a atividade agrícola diante da revolução industrial, mas o eixo de dominação e controle já não está nas mãos dos capitães da indústria; está nas mãos dos gigantes financeiros como Blackrock, das plataformas de comunicação como Alphabet, de ferramentas de manipulação como Facebook, de intermediários comerciais como Amazon – e do próprio processo de financeirização que tais agentes engendram. Com isso, o mecanismo de apropriação do excedente social mudou, e com ele mudou a própria natureza do sistema. Estamos no meio de uma transformação profunda da sociedade, nas suas dimensões econômicas, sociais, políticas e culturais, gerando o que tem sido chamado de crise civilizatória, em nível internacional. Estamos transitando para outro modo de produção, e o autor detalha os novos mecanismos de financeirização e acumulação em curso, sem deixar de apontar para algumas alternativas de enfrentamento e superação do estado atual de coisas.

Com este arcabouço teórico e histórico ao fundo, o livro então caminha para a sua Parte II, onde reunimos ali os textos que buscam caracterizar – e denunciar – a *dominância fiscal-financeira da economia brasileira e a envergadura dos processos atuais de privatização da esfera pública no país*, que não se limita meramente à venda de ativos estatais a preços e condições aviltantes, mas inclui também a própria privatização de políticas públicas rentáveis ao capital e a privatização das próprias finanças públicas nacionais.

O capítulo oito, portanto, de **Ilan Lapyda (USP)**, mostra que desde a integração do Brasil à mundialização financeira nos anos 1990, os investidores institucionais, os prin-

cipais agentes privados das finanças no capitalismo contemporâneo, ganharam importância. Nesse sentido, o autor analisa dados recentes referentes, sobretudo, a fundos de investimento e de previdência complementar. Apresenta também um breve histórico da mundialização financeira, a fim de contextualizar as mudanças ocorridas, e considerações sobre os bancos e a bolsa de valores – instituições fundamentais no capitalismo, e para a financeirização em particular. As principais conclusões do capítulo são que: i) os investidores institucionais não só aumentaram em quantidade e se mantiveram muito concentrados, como ampliaram fortemente o volume de recursos geridos, tornando-se agentes fundamentais do sistema financeiro brasileiro; ii) devido à terceirização da gestão de recursos, os fundos de investimento se destacam entre os investidores institucionais; iii) os bancos sofreram rodadas sucessivas de concentração e controlam boa parte do setor de seguros, de previdência e de fundos de investimento – permanecendo como agentes centrais das finanças no Brasil; iv) a alocação expressiva em títulos de dívida pública por parte de bancos e investidores institucionais sugere que o rentismo sobre o orçamento público, um dos pilares da financeirização em geral, possui uma importância particular no país.

Assim sendo, o capítulo nove, de **José Celso Cardoso Jr. (IPEA)**, procura lançar luz sobre este tema bastante complexo para a economia brasileira contemporânea. Trata-se da transmutação do fundo público, entendido como o conjunto de recursos reais (já criados pela dinâmica econômica pretérita) e potenciais (a serem criados ou antecipados no presente, além daqueles projetados a futuro) em poder do Estado nacional. O autor explica que a origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos sociais, empresariais e estatais amplos, por meio dos quais toda a arrecadação primária

do governo se realiza, mas cujo destino toma, crescentemente, o caminho da apropriação concentrada de parte considerável de tais recursos em poder de segmentos ou agentes econômicos pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados. Assim, a transmutação do fundo público se processa, no caso brasileiro, por meio da montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal. Tal fenômeno precisa, portanto, ser compreendido segundo uma dupla perspectiva. De um lado, significa transformação de recursos reais, derivados do sistema econômico produtivo por meio da arrecadação tributária primária, em recursos financeiros que a partir de então engendram mecanismos autônomos e endógenos de valorização aos quais chamamos de processo de financeirização, o qual ajuda a configurar no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais. De outro lado, a transmutação compreende a própria mudança de titularidade/propriedade do capital, de uns para outros agentes econômicos, processo esse que chamamos de privatização das finanças públicas. Em conclusão, o capítulo alerta que em muitos lugares do mundo, mas em particular no Brasil, a financeirização assume um caráter disfuncional, pois aqui ocorre algo como uma socialização ampla e intensa da arrecadação/expropriação tributária no processo de formação do fundo público, ao mesmo tempo que uma destinação/apropriação privada do gasto público, igualmente intensa, porém concentrada em poucos e privilegiados setores/agentes econômicos, com consequências deletérias para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista no país.

Em complementação, no capítulo dez, de **Eduardo Fagnani (IE/UNICAMP)** e



**José Celso Cardoso Jr. (IPEA)**, os autores mostram que a tributação regressiva e a financeirização da riqueza e das próprias finanças públicas têm funcionado, no Brasil, como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo do fundo público no país. Por um lado, isso restringe e penaliza a capacidade de consumo e o poder de compra real da grande maioria da população, e por outro, afeta de forma estrutural o potencial de crescimento econômico e de bem-estar social da sociedade. Neste sentido, o objetivo deste capítulo é demonstrar que a tributação no Brasil é altamente regressiva e está na contramão dos países capitalistas relativamente menos desiguais. São apresentados indicadores que revelam um sistema marcado por elevada tributação incidente sobre o consumo de bens e serviços e reduzida tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. Com isso, o peso dos tributos indiretos captura parte expressiva da renda dos pobres, ao mesmo tempo que obtém parcela apenas residual da renda das classes mais abastadas. Além disso, o sistema tributário brasileiro configura-se sob medida para o fenômeno da financeirização. A relação entre ambos os temas reside no fato de que, no caso brasileiro, apesar da sua estrutura tributária diferenciadamente confusa, eventualmente onerosa e majoritariamente regressiva, o fundo público total consegue, em função da diversidade de tributos, alíquotas e bases de incidência que possui, envolver praticamente a totalidade das atividades econômicas, fluxos monetários, estoques de riqueza, pessoas físicas, famílias e empresas, no seu cômputo geral. Em outras palavras: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação geral do fundo público nacional. Mas dito isso, é importante entender que, em termos lógicos, uma vez composto o fundo público real ou primário da economia, uma parte dele é convertida em custeio permanente da própria máquina pública, outra é con-

vertida em políticas, gastos e investimentos públicos correspondentes ao arco total de programas e ações governamentais, supostamente portadores do projeto desejado de transformação ou manutenção do desenvolvimento nacional, e uma terceira parte é destinada correntemente à rolagem e/ou amortização da dívida pública federal. Enquanto as duas primeiras partes podem ser explicadas, ainda em termos lógicos, como a transmutação do fundo público arrecadado de toda a sociedade em gastos reais específicos (vale dizer: gastos sociais, setoriais e territoriais específicos), a terceira parte corresponde, por sua vez, ao montante do fundo público real/primário que se transforma em gasto público financeiro destinado à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental contraída. Configura-se no país, deste modo, um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais.

Ainda dentro do espectro tributário, no capítulo onze, de **Lucas Trentin Rech (UFBA)** e **Leandro Freitas Couto (IPEA)**, os autores buscam relacionar algumas mudanças recentes no regime brasileiro de governança orçamentária com a reestruturação da carga tributária em favor do crédito, principalmente através da isenção do imposto de renda para determinadas classes de ativos. A evolução desses subsídios e seus custos aproximados são também apresentados nesse capítulo, que demonstra haver uma dualidade presente no atual regime de governança orçamentária: de um lado, a flexibilidade/permissividade do gasto tributário, em favorecimento de segmentos sociais e setores econômicos, em grande medida, já privilegiados no processo distributivo, e de outro, a rigidez/esterilização da despesa orçamentária, em detrimento de segmentos sociais e setores econômicos já penalizados pelas políticas de austeridade fiscal em curso. Essa dupla realidade do orçamento público – rigidez com a despesa orçamentária x flexibilidade

de com o gasto tributário – se coloca com maior intensidade em dois setores econômicos: o agronegócio e a infraestrutura. É possível observar que os gastos tributários com o agronegócio cresceram 300% no período 2010-2019, ao passo que aqueles com a infraestrutura cresceram algo como 175%. Por outro lado, as despesas primárias nessas áreas tiveram movimento contrário, com uma redução de aproximadamente 40% no gasto real com infraestrutura e uma estabilidade no gasto com o setor agrícola no mesmo período. O setor financeiro passa, então, a exercer papel central na condução dos investimentos. A fragilização deliberada dos instrumentos e organizações ligadas ao planejamento governamental, com rebatimentos nas suas ligações com o orçamento, ajudam a formar o quadro. Nesse sentido, a financeirização deve ser aqui entendida sob dois prismas: o aumento no custo de execução dos projetos, e a transferência total do processo decisório ao setor privado sem uma transferência equivalente dos custos e das responsabilidades públicas.

A dominância fiscal-financeira da economia brasileira e a privatização da esfera pública no país segue sendo explicitada por meio do capítulo doze, de **William Nozaki (FESPSP)**, no qual se revela que, entre 2016 e 2021, o número de empresas estatais federais caiu de 228 para 159, caracterizando uma das mais intensas ondas de privatizações da história nacional. Do ponto de vista dos projetos concluídos, o processo de desestatizações se concentrou fundamentalmente no setor de petróleo e energia e se configurou não apenas como um processo de privatização, mas também de desnacionalização, com destaque para a intensificação da entrada de players globais, vários deles, ironicamente, empresas estatais em seus próprios países, como nos EUA, China, Inglaterra, Alemanha, Noruega e Índia. Assim, considerando o ambiente histórico e institucional brasileiro, o autor afirma que

toda tentativa excessivamente célere de enxugamento do arranjo que propiciara o desenvolvimento nacional até então, carrega junto consigo riscos de desorganização do funcionamento do mercado e da própria sociedade. Um exemplo recente chama a atenção: o desmonte da Petrobras, como empresa integrada, com o objetivo de abrir o mercado para *players* e *traders* internacionais, trouxe consigo uma política de preços norteadas pelo mercado financeiro, que impôs a imprevisibilidade sobre os valores da gasolina, do diesel e do gás de cozinha; além disso, uma política de refino orientada para a importação de derivados que impôs a imprevisibilidade sobre os valores do frete, da logística e do transporte de cargas em geral. O resultado: instabilidade social e aprofundamento da recessão econômica. Noutras palavras, o capítulo mostra que a desestatização está longe de vir, automaticamente ou naturalmente, acompanhada de menores preços ou mais eficiência na oferta de produtos e serviços. Aliás, é exatamente por esse conjunto de motivos que, passada a onda de privatizações que marcou a década de 1990, mais recentemente o que se tem observado no mundo, tanto em economias desenvolvidas quanto em países em desenvolvimento, é a reabertura do debate sobre a importância da estatização ou da reestatização em setores estratégicos para as respectivas estruturas produtivas e sociais em cada caso concreto. O que tem determinado tais decisões são alguns fatores comuns a todas essas experiências: (i) a prioridade do pagamento de dividendos para os acionistas substitui o investimento na melhoria e na manutenção dos serviços para a população; (ii) o aumento no preço dos produtos e serviços negociados, acompanhado da negligência com relação à ampliação ou universalização do acesso; (iii) a falta de ganhos em eficiência e qualidade, acompanhada da perda de soberania ou autonomia nacional. Nesse sentido, os efeitos concretos das privatizações tal como tem acontecido

no Brasil atualmente caminham na contra-mão do que tem ocorrido nas economias centrais e no caminho oposto do que determinam os princípios e os aspectos programáticos da ordem econômica promulgada com a Constituição Cidadã de 1988. Em países em desenvolvimento, o Estado teve que assumir a responsabilidade por investimentos diretos nas áreas de infraestrutura, indústria de base e serviços de utilidade pública com o objetivo de promover a industrialização e, à luz dos limites do setor privado, arcar com os condicionantes inerentes a grandes projetos e obras. Desta feita, o “estatismo” não nasce, portanto, como uma questão política ou ideológica, mas como uma necessidade de suprir a lacuna deixada pela iniciativa privada; do mesmo modo, as “empresas estatais” não são a causa da falta de concorrência em determinados segmentos, pelo contrário, elas surgem exatamente para desbravar os desafios de setores que são inerentemente e previamente oligopolizados.

O capítulo treze, de **Carlos Pinho (UNISINOS)** e **Arnaldo Lanzara (UFF)**, dá sequência ao tema das privatizações, mas agora falando da privatização das próprias políticas públicas. A privatização das políticas públicas é aqui abordada apenas em âmbito federal, não é um fenômeno novo e vem acontecendo de forma silenciosa, por meio da introdução de atores e interesses privados, sobretudo em áreas rentáveis para a acumulação de capital e a consolidação de mercados lucrativos em áreas tais como: previdência, trabalho, saúde, assistência, educação, esportes, cultura, segurança, meio ambiente, ciência, tecnologia, inovação, comunicações etc. Por meio desse processo de inversão do espírito, princípios e diretrizes originais da CF-1988, opera-se um conjunto de alterações constitucionais, através de emendas formais, mas também por meio de reinterpretações do texto constituinte, que juntas, desfiguram a Constituição e permitem a privatização

por dentro de políticas públicas que, em essência, deveriam seguir o rumo da universalidade, integralidade, gratuidade etc. Os autores deste capítulo salientam que os governos de Temer (2016/2018) e Bolsonaro (2019/2022) aprofundaram uma espiral de cortes, privatizações e desregulamentações, investindo sistematicamente contra as organizações, as políticas e os próprios servidores públicos. Corroendo a capacidade administrativa do Estado brasileiro e obstaculizando a articulação federativa e a participação social no processo decisório de formulação, implementação e monitoramento de políticas públicas, esses governos exacerbaram problemas já existentes antes. O desfinanciamento, as medidas de privatização, a dissolução de trajetórias de políticas exitosas, a supressão de direitos sociais e a extinção de conselhos de políticas públicas, evidenciam a necessidade indispensável de, em primeiro lugar, erigir uma ampla coalizão política progressista para salvaguardar a democracia. Em seguida, a fim de reverter o desmonte, construir um projeto nacional abrangente e potente, diante da devastação instilada pelo bolsonarismo e pelo liberal-autoritarismo que o acompanha.

O subfinanciamento crônico (auto-imposto) das políticas públicas no Brasil é o tema tratado no capítulo quatorze, de **Luiz Alberto Marques Vieira Filho (UNACON-SINDICAL)**, o que é evidenciado por meio de comparações. As medidas legislativas que buscam reduzir a expansão do gasto público no Brasil partem de uma análise equivocada da dinâmica econômica mundial, já que o crescimento do gasto público acima da renda é constatado em grande quantidade de países, inclusive entre as economias mais dinâmicas, não constituindo uma idiosincrasia brasileira como postulado pelos defensores da EC 95/2016. Assim, o subfinanciamento do gasto público no Brasil resulta num amplo processo de privatização de bens e serviços, que a



Constituição Federal garante como direito do cidadão e obrigação do Estado, tais como saúde e educação. É possível perceber que, em conjunto, as principais empresas negociadas em bolsa nestes setores já possuem receitas operacionais líquidas substanciais e de magnitudes semelhantes àquelas que o setor público federal possui para atender um universo de cidadãos muito mais vasto. Esse processo não é uniforme, atingindo de forma mais intensa o setor da saúde do que educação, uma vez que as camadas de maior poder aquisitivo acessam tradicionalmente os serviços de saúde privados, enquanto parcela significativa ainda prefere a educação superior pública, o que oferece evidência relevante sobre a importância do desmonte do Estado para a expansão dos serviços privados sobre atividades que constitucionalmente deveriam ser de atribuição pública. Além disso, os processos de privatização e financeirização de políticas e serviços públicos no Brasil não se restringe à oferta privada de serviços tipicamente públicos, mas também abarca um poderoso mecanismo de acesso aos mercados financeiros, o que permite uma valorização de ativos acima do seu capital empregado na atividade e uma capitalização em patamares inexistentes aos capitalistas individuais. Está em marcha, portanto, um processo de concentração e centralização de capitais que engendra a oligopolização privada, com agressivas fusões e aquisições de concorrentes. Desta maneira, reverter tais processos é condição necessária, ainda que insuficiente, para que o país reconstrua capacidades estatais e infraestruturas críticas ao desenvolvimento da cidadania e da própria economia.

No capítulo quinze, de **Maria Lucia Fattorelli (ACD)**, as relações entre o processo de financeirização, os mecanismos que alimentam o Sistema da Dívida Pública e as privatizações são evidenciadas em vários casos já estudados pela Auditoria Cidadã

da Dívida, dentre os quais: o Plano Brady, a imensa responsabilidade do Banco Central do Brasil na geração e no crescimento exponencial de dívida pública, e o esquema de securitização de créditos públicos. O Sistema da Dívida é uma ideia criada para caracterizar o funcionamento invertido do endividamento público: ao invés de aportar recursos ao orçamento público e garantir investimentos de interesse da população, a chamada dívida pública tem sido um instrumento para a criação e transferência de recursos públicos para bancos e grandes rentistas. De acordo com a autora, as evidências acerca dessa forma de endividamento público como um “sistema” que desvia recursos continuamente para o pagamento de uma dívida financeirizada sem contrapartida em investimentos, reforça a necessidade de realização de uma auditoria integral da dívida, com participação e controle social público. Em particular, destaque-se, mais recentemente, o modelo de securitização de créditos públicos que vem sendo implementado no setor público, o qual contém uma diferença fundamental em relação à securitização praticada no mercado financeiro convencional: no setor público, o risco do negócio permanece com o Estado e, ainda por cima, o Estado entrega o fluxo da arrecadação futura de impostos como garantia plena ao investidor que compra os derivativos (debêntures) gerados nesse modelo de negócio. Essa explícita contratação de dívida pública, que o esquema de securitização visa disfarçar, passa a ser paga com novas receitas de impostos, que são desviadas e vinculadas a esse circuito, por fora dos controles orçamentários e sociais, durante o percurso dos recursos pela rede bancária. Assim, ao contrário da propagandeada “solução” para os créditos incobráveis de Dívida Ativa que os entes federados não conseguem receber, a securitização gera dívida pública disfarçada, que sequer é contabilizada como dívida, e passa a ser paga por fora dos controles orçamentários, mediante o

desvio do fluxo de arrecadação tributária para esse esquema, com incalculáveis prejuízos ao orçamento público e às gerações atuais e futuras, enquanto bancos passam a se apoderar diretamente dos impostos que pagamos.

Outra face dos fenômenos acima apontados está no capítulo dezesseis, de **Denise Gentil (IE/UFRJ) e Miguel Bruno (ENCE/IBGE)**, que trata do endividamento das famílias e a correspondente expropriação salarial que dele deriva. Nestes termos, o capítulo investiga o endividamento das famílias pobres e de classe média no Brasil nos anos 2005-2021. O argumento central é de que o superendividamento é a saída encontrada pelas famílias para a perda de renda em consequência da redução dos salários, alto desemprego e subemprego, desmantelamento das leis trabalhistas e desmonte do sistema de proteção social. Ao serem constrangidas ao endividamento, as famílias são apanhadas na armadilha dos juros escorchantes cobrados pelo crédito à pessoa física em um mercado bancário altamente concentrado, o que representa uma das manifestações mais perversas do processo de financeirização em curso na economia. O capítulo faz uma interpretação histórica da dinâmica do crédito no período pós-fordista para identificar as causas do endividamento. Analisa os principais indicadores de crédito e endividamento entre 2005-2021 e detalha as modalidades de crédito e taxas de juros a que as famílias estão submetidas, em relação de elevada assimetria e vulnerabilidade frente ao mercado financeiro. No Brasil, embora a financeirização tenha antecedentes distantes, o ano de 2016 pode ser tomado como uma referência importante no período recente. Desde então foi posta em marcha uma política macroeconômica neoliberal ultra radical que se tornou a expressão definitiva do uso das instituições do Estado brasileiro para o atendimento dos interesses das finanças. Esta afirmação está longe

de ser um exagero, dadas as instituições e os instrumentos utilizados até o momento, tais como: a lei do teto e subteto dos gastos públicos (EC 95/2016 e EC 109/2021), a flexibilização precarizante do mercado de trabalho (reforma trabalhista de 2017 e MP 1.045/2020), ampla reforma redutora de direitos previdenciários (EC 103/2019), privatizações em áreas estratégicas (setor de petróleo e gás, energia e infraestrutura de transportes), neutralização dos três grandes bancos públicos e instituição do banco central formalmente independente (2021). Estes mecanismos se sobrepuseram aos já existentes, que compõem a estrutura institucional implantada pelo avanço da financeirização do país em décadas anteriores, como abertura comercial, liberalização financeira, lei de responsabilidade fiscal, regra de ouro do orçamento público, regime de metas de superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante. Esses instrumentos não foram revogados nem integralmente suspensos, mesmo diante da pandemia do coronavírus e da profunda crise econômica em curso, à revelia dos indicadores deteriorados de desemprego, subemprego, desigualdade, violência, pobreza e fome. Pode-se afirmar, sem recorrer a extremismos, que o país está diante da manifestação bem acabada dos instintos mais implacáveis de enriquecimento empresarial privado pela via do rentismo das últimas quatro décadas.

O mesmo problema do endividamento familiar, agora aplicado aos servidores públicos, está presente no capítulo dezessete, também de **Miguel Bruno (ENCE/IBGE) e Denise Gentil (IE/UFRJ)**, cujo fenômeno é compreendido a partir do processo mais amplo de desmonte do Estado de Bem-Estar Social com o objetivo de criar oportunidades rentáveis sobretudo para empresas e agentes do setor financeiro. As pressões produzem deterioração das funções estatais em setores como saúde, educação, previdência, saneamento básico, trans-

porte, energia e meio ambiente, os quais empregam a ampla maioria de servidores. Este movimento é acompanhado de perto por corte de quadros e funções públicas, práticas de desqualificação, criminalização, congelamento nominal de salários, eliminação de direitos sociais, afrouxamento da regulação e desautorizações públicas da ação do funcionalismo público. Assim sendo, neste capítulo, os autores procuram demonstrar, com o uso de dados do Banco Central, que os servidores, envolvidos nesse contexto decadente do Estado, não escapam à lógica do endividamento crescente que atinge as demais famílias brasileiras e alimenta os ganhos rentistas pautados em juros aviltantes. O assédio dos bancos com novos produtos financeiros, as facilidades proporcionadas por plataformas digitais e aplicativos de celulares e, por fim, a queda e/ou insuficiência do poder de compra desses trabalhadores aceleraram o endividamento, tornando-os dependentes de custosos parcelamentos em cartões de créditos, empréstimos rotativos, cheque especial, empréstimo consignado e empréstimos pessoais. O resultado tem sido aumento preocupante da inadimplência, que produz efeitos sociais diferenciados ao atingir desigualmente os servidores por faixa de renda, afetando frontalmente os mais pobres e fragilizando a coesão da luta política no interior do funcionalismo. De fato, foi com o auxílio do arsenal de políticas públicas neoliberais que as instituições estatais foram se transformando e a esfera de trabalho dos servidores públicos foi sendo submetida a uma lógica normativa que remodelou e reorientou funções e remunerações, conforme os ritmos e objetivos da acumulação financeira. Deste modo, esvaziou-se a relevância das ações do Estado contra os efeitos desastrosos do capitalismo. Enfraqueceram-se as políticas paliativas de combate à pobreza. Afrouxou-se a regulação de setores estratégicos. Abandonou-se a política econômica anticíclica. À medida que avançava a financeiri-

zação, os objetivos das políticas estatais são menos o de compartilhar recursos públicos e administrar as necessidades da população para melhorar seu bem-estar, e mais impor uma lógica de mercantilização de todas as esferas da vida, espoliando o trabalho coletivo conforme os interesses de uma elite financeira. Para o capital, a única “utilidade” do serviço público e dos servidores públicos é aquela que permite gerar lucros e continuar o interminável processo de valorização. E, apesar da provisão de bens e serviços públicos sempre permitir oportunidades lucrativas ao setor privado, a lógica da financeirização pretende ir além, ao reduzir ou mesmo eliminar a oferta pública com o objetivo de ampliar ainda mais e permanentemente a dependência da provisão privada.

À luz, portanto, do arcabouço teórico e histórico apresentado na Parte I do livro, bem como das evidências e abordagens empíricas que caracterizam, na Parte II, a dominância fiscal-financeira da economia brasileira e a amplitude dos processos em curso de privatização da esfera pública e de endividamento familiar, como contrapartes do fenômeno mais geral da financeirização da economia e da privatização das próprias finanças públicas, parte-se agora para a Parte III do livro. Nela, busca-se romper com dogmas estabelecidos em torno das (inexistentes) virtudes das atuais políticas de austeridade fiscal praticadas no Brasil, ao mesmo tempo que se abrem *caminhos e oportunidades à desfinanceirização e à desprivatização do Estado e das finanças públicas* no país.

Com tal intuito, o capítulo dezoito, de **Emilio Chernavsky (EPPGG)**, lembra que, em dezembro de 2016, o Congresso Nacional promulgou emenda que estabeleceu no próprio texto constitucional um novo regime fiscal que limitava pelos vinte anos seguintes, em termos reais, os gastos primários de cada poder e órgão autônomo da União, aos valores registrados naquele

ano, criando, assim, o que ficou então conhecido como teto de gastos (EC 95/2016). Se os propalados efeitos positivos das regras sobre a evolução dos agregados fiscais têm sido questionados, as evidências práticas têm reforçado críticas importantes que apontam suas disfunções sobre a economia e a ação do governo. As principais delas se referem a: i) sua frequente natureza pró-cíclica; ii) seu efeito negativo sobre a qualidade das políticas públicas, penalizando especialmente os investimentos; iii) ao fato de absorverem grande parte da capacidade política e técnica do governo, desviando-o de outras prioridades; e iv) seu incentivo à contabilidade criativa e à redução da transparência das contas públicas. Tais críticas, todavia, não têm impedido que novas regras continuem a ser adicionadas ao arcabouço fiscal dos países, normalmente sem alterar ou revogar aquelas existentes. Esse é o caso do teto de gastos brasileiro, que se afastou das práticas internacionais, e mesmo do seu objetivo original de evitar a expansão dos gastos públicos, e revelou seu objetivo principal, mas inconfesso: redesenhar o Estado brasileiro, para que a parcela do gasto público na renda nacional, hoje em torno de 40% do PIB, que aproxima o país da média dos países desenvolvidos, seja cada vez menor, chegando a algo entre 20 e 25% ao fim dos vinte anos. Com isso, também cada vez menor seria a capacidade do Estado de atuar para reparar injustiças históricas e promover uma sociedade menos desigual por meio da transferência de recursos a seus estratos mais vulneráveis e do fornecimento de mais e melhores serviços públicos a uma população que cresce em número e em demandas. Deste modo, o desenho de um arcabouço institucional que de fato permita buscar critérios e métricas razoáveis para a sustentabilidade fiscal e que seja favorável ao desenvolvimento econômico se defronta a variadas questões teóricas e práticas para as quais ainda estamos longe de ter respostas definitivas. Segundo o autor, re-

gras fiscais podem eventualmente fazer parte desse redesenho, mas as dificuldades registradas na busca dos seus objetivos e os efeitos colaterais negativos que produzem, hoje largamente comprovados, sugerem que sejam usadas com parcimônia.

Indo além, no capítulo dezenove, de **Bruno Moretti (UnB)**, **Francisco R. Funcia (USCS)** e **Carlos O. Ocké-Reis (IPEA)**, os autores buscam demonstrar os impactos negativos da austeridade fiscal sobre as despesas primárias federais, especialmente os gastos com saúde. Ademais, defendem que a rigidez fiscal é seletivamente contornada para atender a interesses de curto prazo de grupos com acesso direto e indireto aos fundos públicos. A conclusão aponta que o mix entre “austeridade como discurso, austeridade fiscal seletiva como prática e clientelismo político-partidário” vem capturando o caráter público do orçamento, dissociando-o dos desafios para o desenvolvimento do país, especialmente no contexto da pandemia. De um lado, o teto de gasto atende às expectativas de mercado, ao constituir um regime fiscal acíclico com redução estrutural de despesas e serviços públicos por até vinte anos. De outro, desde a promulgação da EC 95/2016, verificam-se expedientes de flexibilização das restrições fiscais, que visam, sobretudo, a inscrever no orçamento público gastos capazes de viabilizar os interesses dos grupos que sustentam politicamente o governo. Desta maneira, a regra fiscal do teto funciona, na prática, como instrumento político de contenção e asfixia de políticas públicas relacionadas ao desenvolvimento e à proteção social. Mas ela é seletivamente contornada para absorver os interesses do governo e de setores que lhe conferem sustentação política, ainda que esses mesmos setores chamelem as posições fiscalistas no “atacado”. No âmbito do projeto político que conjuga liberalismo autoritário e extrema direita, os direitos sociais são o inimigo



comum a combater. O teto mantém gastos como os de saúde e educação sob ajuste permanente, ao mesmo tempo em que os mecanismos de flexibilização fiscal, em boa medida, favorecem despesas indexadas a pressões corporativas e a interesses eleitorais e clientelistas. Em outras palavras, a base congressual do governo homologa posições ultra fiscalistas defendidas pelo capital financeiro, ao mesmo tempo que se apropria de recursos de forma discricionária, em conformidade com seus interesses particulares. É este arranjo que crescentemente afasta o orçamento do atendimento às demandas coletivas, especialmente no contexto da pandemia. Ante a crescente inclinação das finanças públicas à gramática do mercado e dos interesses particulares, eleitorais e clientelistas, a conclusão do capítulo é que, no contexto do projeto autoritário em curso, o orçamento público experimenta uma espécie de captura, uma vez submetido à lógica de desconstrução estatal, esvaziando-se sua dimensão coletiva de enfrentamento aos crescentes desafios sociais, econômicos e ambientais do país.

Por outras vias de análise, o vigésimo capítulo, de **Rodrigo Orair (IPEA)**, chega às mesmas conclusões do anterior. Ao centrar foco nas imensas exigências fiscais que a crise pandêmica da Covid-19 instalou na totalidade dos países afetados, o autor questiona os fundamentos e prescrições do discurso e a eficácia das políticas de austeridade no Brasil. Se, por um lado, é certo que por aqui houve resposta fiscal rápida e sem precedentes históricos, por outro, é também verdade que ela não seguiu nem o receituário de maior sucesso no mundo desenvolvido, nem tampouco suscitou a necessária revisão de suas práticas, *a posteriori*, no campo da gestão fiscal da política econômica. Pode-se, então, concluir que a resposta emergencial brasileira foi bem-sucedida? Não necessariamente. A análise baseia-se em correlações

que sugerem que os países de pior êxito no controle da disseminação da doença acabaram sofrendo as maiores perdas do produto (PIB), e, por sua vez, esse mesmo insucesso acabou exigindo pacotes fiscais mais amplos para conter e mitigar os impactos da pandemia. Infelizmente, o Brasil não fugiu muito dessa situação. O país se mostrou ineficaz no controle da pandemia, situando-se entre os poucos com mais de mil mortes por milhão de habitantes, e verificou uma forte crise econômica, apesar de um pacote fiscal relativamente elevado. Por esta razão, sustenta o autor, está em curso uma série de reflexões em torno da política macroeconômica mais geral e da política fiscal mais específica na era pós-pandemia. Um exemplo é a renovada ênfase sobre o papel do ativismo da política fiscal na estabilização do ciclo econômico, diante do atual contexto de taxas de juros muito baixas e afrouxamento monetário que restringe o espaço de ação da política econômica, assim como na promoção do crescimento inclusivo e sustentável. Outra reflexão importante se refere às fontes potenciais de arrecadação e aos desafios-chave da tributação, relacionados à readequação das fontes de financiamento e ao redesenho da proteção social, à tributação da economia digital, ao resgate da progressividade tributária e ao suporte às estratégias de transição para uma economia de baixo carbono.

Por sua vez, no capítulo vinte e um, de **Gabriel Junqueira (AFFC) e Rodrigo Orair (IPEA)**, a questão da austeridade fiscal seletiva é abordada a partir das despesas com pessoal ativo civil no Brasil. Visões muito distintas a respeito da importância desses gastos para a sociedade e seus impactos sobre os resultados fiscais, se somam a diferenças nas metodologias e indicadores, gerando confusão a respeito da realidade. Mesmo o debate acerca do nível e trajetória dos gastos com servidores ativos, relativamente simples e objetivo, se torna de difícil

compreensão diante da existência de interpretações tão díspares no debate público. De um lado, apesar de muito recorrentes no debate público, argumentos alarmistas de que os gastos com servidores ativos são muito altos, e que sua trajetória coloca sob risco de colapso as finanças públicas e compete com outras despesas relevantes para a prestação de serviços, carecem de estatísticas consistentes que corroborem tais afirmações. De outro, ao utilizar série histórica consistente, com metodologia alinhada às melhores práticas internacionais, e indicador adequado à análise da evolução das despesas com pessoal ativo no governo geral, é possível constatar que os números não evidenciam o cenário alarmista. Quando observada a trajetória dos salários e vencimentos do governo geral entre 2002 e 2020, os dados mostram que houve crescimento real, mas que tal elevação não foi inercial e não apresentou sinais de descontrole que apresente risco às finanças públicas. Este aumento absoluto representou acréscimo de menos de 1% em relação ao PIB, e de 3,7% da receita primária disponível, modesto para um país com a carência de serviços públicos como o Brasil. Neste sentido, é preciso destacar que a evolução dos gastos com pessoal ativo no período refletiu escolhas políticas legítimas em contexto democrático. Estas escolhas foram explicitadas na Constituição de 1988 e reforçadas eleitoralmente em quatro eleições presidenciais democráticas e consecutivas, entre 2002 e 2014, com grande relevância atribuída pela população às políticas de educação e saúde, dentre outras. Fica claro, portanto, que a despesa pública com o seu funcionalismo não só não é excessivamente alta nem explosiva no Brasil, como se faz extremamente viável e importante, do ponto de vista fiscal e social, para o cumprimento dos preceitos e políticas da CF-1988, sem o que a própria democracia e o Estado social dela derivado são colocados em risco, algo notório desde os fatídicos eventos em curso no país des-

de 2016.

Não por outra razão, no capítulo vinte e dois, de **Luís Carlos G. de Magalhaes, Carla Rodrigues Costa de Araújo e Kolai Zagbaï Joël Yannick, todos servidores ou bolsistas do IPEA**, os autores traçam um panorama profundo da questão fiscal brasileira, criticando a prescrição tradicional de política econômica que ainda sustenta ser necessário um ajuste fiscal “estrutural” das despesas primárias, de forma a reduzi-las em proporção ao PIB. A razão da crítica reside no fato de que o debate do ajuste “estrutural”, feito do ponto de vista exclusivo das despesas primárias, evita a questão do custo fiscal com o serviço de juros da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – decorrente da rolagem da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e das operações compromissadas – como fator que opera contra o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro. A esse custo fiscal de origem estritamente financeiro se soma ainda o encargo decorrente das operações de swap cambial. Tudo somado, o serviço de juros da DBGG correspondeu a 5,5% do PIB no acumulado de 2019. Esse custo financeiro se referia a uma DBGG que atingia 74,3% do PIB, em dezembro do mesmo ano. A comparação internacional do serviço de juros da dívida pública aponta a exorbitância dessa despesa financeira no caso brasileiro, quando comparada a países que passaram por sérios problemas fiscais por causa da crise de 2008, como Espanha, Portugal e Grécia. Esses países apresentavam um serviço de juros bruto do Governo em Geral de 2,4%, 2,5% e 3,0% em relação ao PIB, respectivamente, em 2019. No entanto, os indicadores de dívida bruta/PIB desses países, na mesma ordem anterior, eram bem superiores aos do Brasil: 95,5%, 117,2% e 180,5% do PIB. Deste modo, no caso brasileiro, a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio apresentam um alto custo fiscal em razão do serviço de juros e das despesas de natureza financeira. Esse

custo fiscal, por sua vez, expande o estoque de títulos da dívida pública em um processo autoalimentado de deterioração da sua sustentabilidade intertemporal. Nesse quadro, a política de ajuste fiscal tende a se tornar permanente e inócua, independentemente da fase do ciclo econômico e das necessidades da população. Paradoxalmente, um dos resultados da política de ajuste fiscal permanente é a compressão da capacidade de investimento público em infraestrutura econômica, em especial a do Governo Central. Por sua vez, isto dificulta a retomada do crescimento e o aumento da produtividade do trabalho que, ao fim e ao cabo, ajudaria na melhoria dos indicadores de endividamento do Governo Geral.

Nesta mesma linha, portanto, é que o capítulo vinte e três, de **José Luís Oreiro e Helder Lara Ferreira Filho, docente e doutorando de economia na UnB**, lançam argumentos e propostas para a remodelação do arcabouço fiscal brasileiro. Para os autores, o Brasil convive com forte elevação do endividamento público desde 2014. Inclusive, por conta da pandemia, houve um salto em nível da relação dívida/PIB em 2020. E a introdução do teto de gastos em 2016 resultou numa contração significativa do investimento líquido a partir de 2014, o qual se tornou crescentemente negativo no período 2016-2020. Em função do elevado multiplicador fiscal dos investimentos públicos, essa redução dos investimentos da União teve efeito fortemente contracionista sobre a demanda agregada; explicando, ao menos em parte, o ritmo extremamente lento de recuperação da economia brasileira após o término da grande recessão. Neste sentido, as regras fiscais brasileiras (regra de ouro, a meta de resultado primário e o teto de gastos) vigentes até o presente momento, não se mostraram eficientes para controlar a dívida pública, e tampouco contribuem para a aceleração do crescimento econômico. Em suma, o arcabouço fiscal existente hoje no Brasil combina o pior de

dois mundos: dívida em trajetória de elevação e crescimento medíocre no longo prazo. Nesse contexto, vários economistas têm se posicionado publicamente por uma mudança no arcabouço fiscal do Brasil, inclusive pela eliminação do “teto de gastos”, como condição necessária para viabilizar um aumento do investimento público e, dessa forma, uma aceleração do crescimento da economia brasileira. Essa tese, contudo, encontra forte resistência entre os economistas do mercado financeiro, a grande mídia e no Congresso Nacional. O argumento é que sem o “teto de gastos” a economia brasileira irá perder sua “âncora fiscal”, o que levará a um aumento da percepção de risco por parte do mercado financeiro e o consequente aumento do prêmio de risco (a taxa de juros) sobre os títulos da dívida pública. A elevação do custo de carregamento da dívida poderia eventualmente colocar a dívida pública numa trajetória explosiva, podendo inclusive desembocar numa hiperinflação. Isso posto, o grande desafio do quadro fiscal brasileiro está em desenhar um novo arcabouço de política fiscal que atenda simultaneamente a dois objetivos. Em primeiro lugar, o novo arcabouço fiscal deve ser crível, ou seja, deve fazer com que os agentes econômicos não só acreditem em sua capacidade de controlar a dinâmica da dívida pública, como também acreditem em sua viabilidade política. Em segundo lugar, o novo arcabouço fiscal deve proporcionar o espaço de manobra necessário para que o governo federal consiga aumentar o investimento público nos próximos anos, revertendo a deterioração do estoque de capital público (e do capital privado correlacionado a ele) em curso desde 2015. Deste modo, os autores propõem, neste capítulo, a extinção da “regra de ouro” e uma alteração na métrica de cálculo do “resultado primário” para que este passe a ter um comportamento ajustável ao ciclo econômico. Finalmente, o “teto de gastos” também deve ser alterado, permitindo uma variação real po-

sitiva anual, o que não significa que haveria descontrole dos gastos, e tampouco da dívida. Isso porque, além da evolução das despesas, igualmente importantes são as receitas e o crescimento econômico – fora a taxa de juros. De acordo com o capítulo, esse novo teto de gastos permitiria a expansão dos investimentos públicos, essenciais para o crescimento de curto prazo, mas também de longo prazo, dados os ganhos de produtividade engendrados pelos multiplicadores fiscais de diferentes tipos de despesas públicas, notadamente, os investimentos públicos e as transferências de renda para as famílias, tornando-se, inclusive e parcialmente, autofinanciável se a taxa de juros Selic for mantida em patamares baixos por um longo período.

Em resumo, as críticas e proposições de política econômica e de políticas públicas

contidas em cada um dos 23 capítulos reunidos neste livro procuram reposicionar o debate brasileiro sobre o peso e o papel possível e necessário à moeda soberana e às finanças públicas, em uma perspectiva funcional adequada ao desenvolvimento nacional.

E é bom lembrar que toda e qualquer mudança de orientação da ação pública do Estado, das finanças e da moeda, depende, da primeira à última instância, de uma mudança política e programática na correlação de forças vigente na sociedade brasileira. Resta o convite à sociedade e à classe política se apropriarem dessa discussão, com vistas à transformação que converte compreensão individual em ação coletiva.

Boa leitura, reflexão crítica e ação  
coletiva a todos e todas!

**José Celso Cardoso Jr.**

Presidente da Afipea-Sindical  
e Coordenador de Estudos e  
Pesquisas do Fonacate.

**Bráulio Santiago Cerqueira**

Presidente do Unacon Sindical

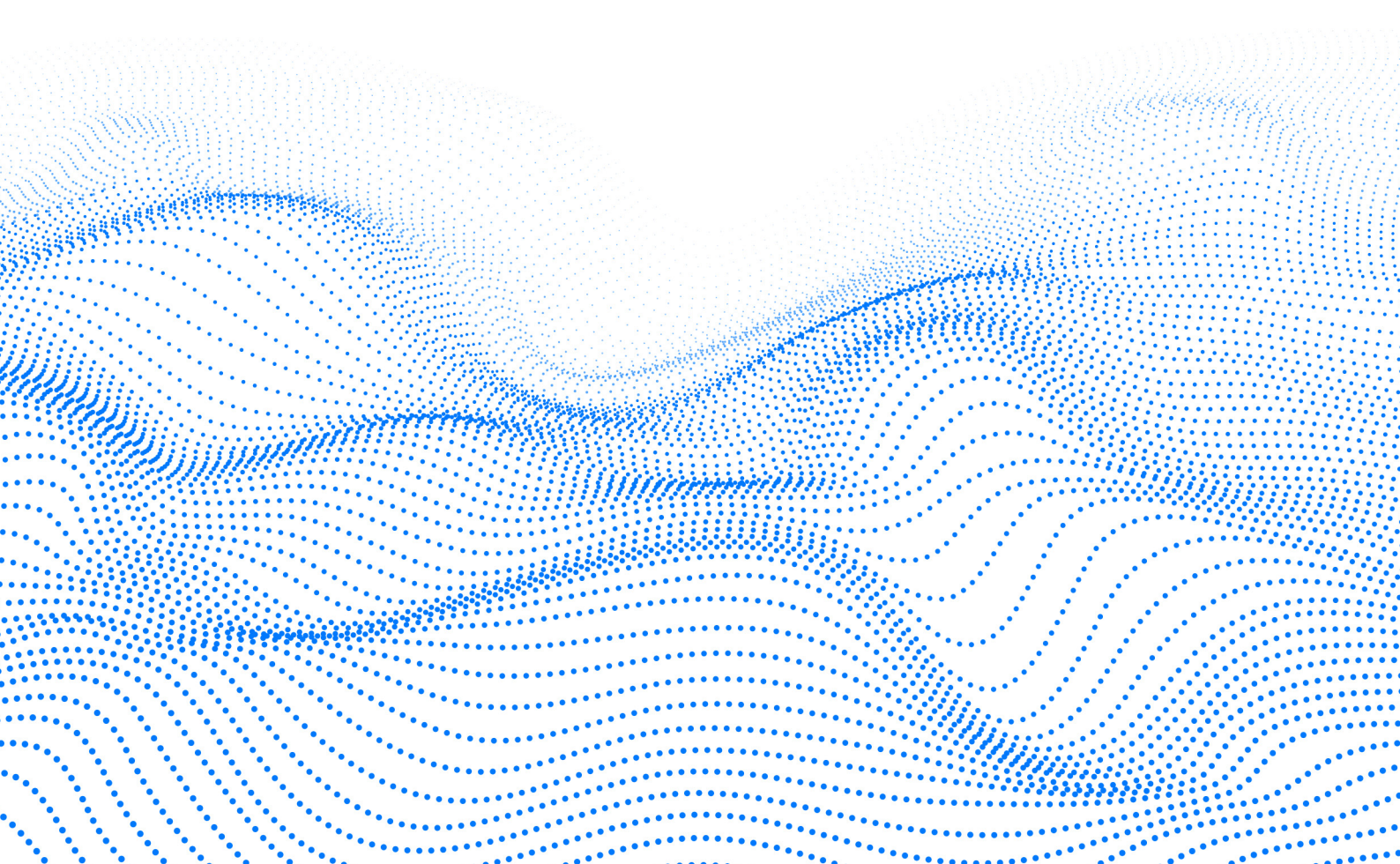
**Márcio Gimene**

Presidente da Assecor





1. A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos .....	36
2. Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI.....	75
3. Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações ao desenvolvimento nacional .....	101
4. Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização.....	135
5. O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal.....	155
6. Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República.....	184
7. A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento .....	202



# 1

## A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos

*Miguel Bruno<sup>1</sup>*

### Resumo

O presente texto analisa o fenômeno da financeirização com base nas definições propostas pela literatura nacional e internacional e propõe uma definição-síntese, abrangendo suas várias dimensões econômicas e sociais apontadas pelas pesquisas atuais. Apresenta um conjunto de indicadores macroeconômicos desse processo, explicitando seu estatuto teórico e sua aplicabilidade ao caso do Brasil. Busca mostrar como a financeirização consolidou-se nesse país como um limite estrutural maior, que não pode ser revertido por mudanças somente no âmbito da política econômica. A perda de autonomia do Estado nacional e a vigência de um regime de crescimento e acumulação de capital inadequado às necessidades do desenvolvimento socioeconômico brasileiro são subprodutos de uma modalidade de financeirização fortemente baseada na renda de juros ou usurária. Altamente conveniente à revalorização rentista em ativos financeiros, em sua maior parte desconectados das necessidades de imobilização de recursos

no setor produtivo, a financeirização tem mantido a economia brasileira em trajetórias de crescimento lento e instável, além de aumentar sua vulnerabilidade e dependência de capitais externos especulativos e a frequência das crises financeiras. Essa perspectiva permite ainda compreender que os níveis elevados das taxas de juros nesse país não podem ser satisfatoriamente explicados por fatores relacionados à inadimplência, marco regulatório ou conservadorismo das políticas monetária e fiscal. No âmbito sociopolítico e institucional, a financeirização usurária da economia brasileira tem minado as bases da democracia, uma vez que reduz ou suprime direitos sociais pelas restrições que impõe às finanças públicas, derivadas de posições eminentemente ideológicas, mas que interessam ao setor financeiro, apesar da ausência de fundamentação teórica e de evidências empíricas que justifiquem sua necessidade e contribuição ao desenvolvimento. O texto conclui com alguns prognósticos para a próxima década.

---

1 Professor e Pesquisador da Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE/IBGE e das Faculdades de Ciências Econômicas da UERJ e da Mackenzie Rio.



## 1. Introdução

*"A existência de poupança corrente externa às firmas, realizada pelas pessoas que vivem de rendas, tende a deprimir o investimento e, portanto, a diminuir o desenvolvimento econômico no longo prazo". (Michal Kalecki, Teoria da Dinâmica Econômica, 1954)*

O conceito de financeirização surge nos anos 1990 quando países centrais e periféricos aderem aos mercados globais por meio de processos de liberalização comercial e financeira, promovidos por organismos internacionais, tais como o Banco Mundial e FMI. Difundindo a globalização como uma espécie de senha de entrada num mundo pleno de vantagens econômicas e sociais irrecusáveis, a ideologia neoliberal veiculada por esses organismos cumpriu nessa época um de seus principais objetivos: reformular as relações Estado-economia para instituir um novo padrão de inserção internacional dos países em conformidade com os interesses da acumulação rentista-financeira dos capitais no plano nacional e internacional. Passada a euforia criada pela propaganda oficial e midiática, o mundo ainda continua aguardando as benesses da globalização, que muito prometeu, mas muito pouco entregou em termos de desenvolvimento e bem-estar social para as

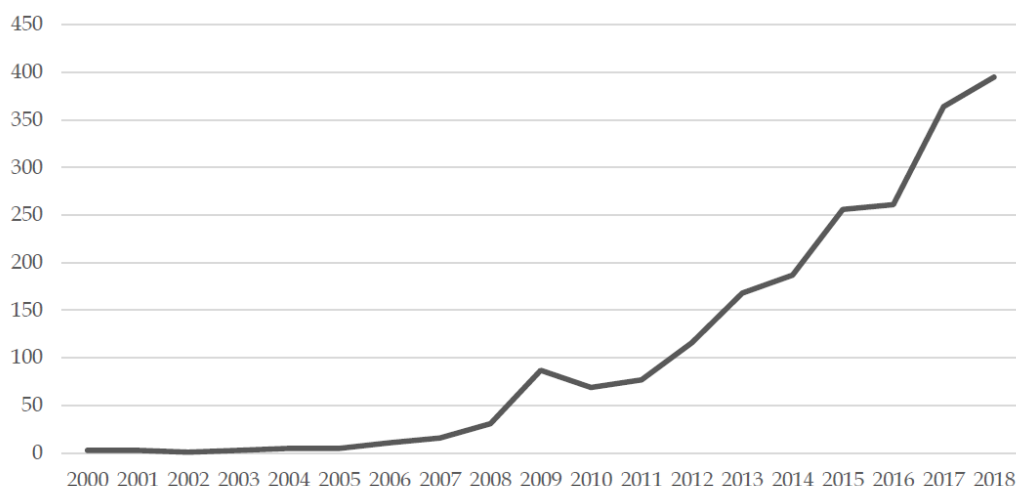
populações cujas economias foram globalizadas. E, desde então, tem sido crescente a aplicação do conceito de financeirização em Ciências Sociais para se compreender as causas e os efeitos desse fenômeno sobre o desenvolvimento socioeconômico e proporcionar subsídios para mudanças políticas e institucionais que possam superá-lo em favor do bem-estar social.<sup>2</sup>

Originária de composição por aglutinação, a palavra **"financeirização"** (= **financeiro + ação**) busca expressar o processo, ato ou efeito de levar as finanças, em sua lógica, natureza e meios característicos de valorização, a outros espaços de valorização mercantil não-financeira, que o sistema capitalista cria e reproduz incessantemente. Apesar de atravessarem canais não-monetários e não-financeiros, as operações financeiras permanecem, na grande maioria das vezes, materializadas em ativos cuja liquidez e rentabilidade são superiores à maioria dos ativos fixos necessários às operações nos setores diretamente produtivos. Isto é, se esses ativos financeiros oferecerem menores riscos e maiores taxas de rentabilidade real do que os ativos de capital fixo, o desestímulo ao investimento produtivo será predominante no ambiente macroeconômico.<sup>3</sup>

2 Aalbers (2019) argumenta que "o conceito de 'financeirização' se tornou rapidamente popular na ciência social. "Em 22 de abril de 2011, houve 1.950 e 4.680 acessos, respectivamente, para *financialization* e *financialisation* no Google Scholar (Engelen 2012). Quase 40% deles foram adicionados entre o início de 2009 e abril de 2011. Três anos depois, em 22 de abril de 2014, havia 5.940 e 12.600 para o Reino Unido e EUA, respectivamente, escritas do conceito. Isso significa que 64% foram adicionados nesses 3 anos – uma verdadeira explosão do conceito de financeirização. Mais de quatro anos depois, em 12 de setembro de 2018, houve, respectivamente, 16.600 e 34.200 acessos, o que sugere que o conceito ainda está ganhando em uso acadêmico. O que torna esse conceito aparentemente tão atraente para os acadêmicos e o que ele significa quando se fala em 'financeirização'?", questiona esse pesquisador.

3 Mais detalhes sobre a inadequação do ambiente macroeconômico brasileiro para o desenvolvimento industrial podem ser encontrados em Bruno (2019), *O ambiente macroeconômico brasileiro e o investimento industrial: uma análise dos fatores estruturais e propostas para ações governamentais*. Estudo IEDI, agosto/2019. [https://www.iedi.org.br/artigos/top/estudos\\_industria/20190816\\_inv\\_indl.html](https://www.iedi.org.br/artigos/top/estudos_industria/20190816_inv_indl.html)

**Gráfico 1**  
**Número de artigos publicados anualmente sobre**  
**financeirização (2000-2018).**



Fonte: MADER, P., MERTENS, D. and VAN DER ZWAN, N. (2020).

Como destacam Mader, Mertens e Zwan (2020), a enorme popularidade do conceito de financeirização levou a uma explosão de publicações na última década. Desde 2010, o número de artigos em revistas publicados anualmente sobre financeirização mais do que quadruplicou, para quase 400 (*Web of Science*, 2019, ver Gráfico 1). Publicações de livros, embora menores em número, seguiram uma tendência semelhante: enquanto apenas um punhado de livros existia nos primeiros anos do século 21, agora mais de uma dúzia de livros sobre financeirização são publicados a cada ano (*WorldCat*, 2019). Esses autores constatarem que a financeirização também entrou no discurso público através das obras de pessoas como o acadêmico que virou político, Yanis Varoufakis (2011) e os jornalistas Rana Farooq (2016) e Nicholas Shaxson (2018). Eles tomaram o conceito socio-científico e o colocaram no centro de suas próprias narrativas populares do “capitalismo financeiro”. E concluem que, se essas tendências continuarem, a financeirização – como uma palavra algo excêntrica, mas utilizada pelos acadêmicos – poderia muito bem entrar nos vocabulários tradicionais.

A crescente utilização do conceito de fi-

nanceirização, que já ultrapassa o âmbito acadêmico, alcançando a esfera política e governamental, tem suas origens na realidade concreta das economias e sociedades contemporâneas. As transformações estruturais desencadeadas pelo avanço dos processos de liberalização terminaram potencializando as formas mais fluidas ou de maior mobilidade dos recursos econômicos. Embora a formação dos mercados globais tenha promovido a liberalização comercial, foi a liberalização financeira, potencializada pelas novas tecnologias, o principal eixo da interconexão desses mercados e das economias nacionais. O caso brasileiro é um exemplo emblemático, pois seu novo padrão de reinserção internacional, iniciado em finais dos anos 1980 e aprofundado nos anos 1990, pautou-se, como destacado por Prates (1999), por um processo de liberalização financeira com mercado de derivativos profundo, sem comparação com os implementados por outros países em desenvolvimento que também se globalizaram.

Nesse sentido, o termo financeirização expressa a existência de um fenômeno macroestrutural, resultante da expansão financeira e da acumulação bancária em



fluxos e estoques de ativos muito superiores aos observados nos setores diretamente produtivos. E como o poder político nas democracias representativas, sob economias capitalistas, permanece forte e positivamente correlacionado com as posições patrimoniais, ou seja, é uma função do poder econômico, não é surpreendente que nessas condições estruturais e macroeconômicas, o setor bancário-financeiro e as elites rentistas sejam alçados à condição de setor hegemônico, no sentido definido por Gramsci (2002).

Nessas circunstâncias, as operações bancário-financeiras, potencializadas pelo desenvolvimento das tecnologias digitais e de novos produtos e serviços, assumem caráter invasivo e subordinador dos setores não-financeiros e, conseqüentemente, sobre os Estados nacionais. Numa primeira observação, ainda superficial ou fenomenológica, as análises podem incorrer no equívoco de apreender as interconexões entre os setores financeiro e produtivo como processos normais, pois inerentes ao movimento dos capitais que, incessantemente, se transmutam entre suas formas monetário-financeiras, ativos reais e bens e serviços. Porém, análises mais detalhadas dos canais mercantis e institucionais que interligam as atividades dos setores produtivo e bancário-financeiro mostraram que, em uma economia financeirizada, constata-se a sobreposição dos processos de revalorização estritamente financeira sobre aqueles que, por natureza das operações, exigem maiores imobilizações em capital fixo.

Essa sobreposição implica subordinação das atividades produtivas aos interesses do setor financeiro porque, em economias

financeirizadas, as alternativas ao investimento produtivo são múltiplas, diversificadas e mais atraentes em termos de liquidez, risco e rentabilidade real do que as oferecidas pelos setores diretamente produtivos, como a indústria ou as demais atividades não-financeiras. Como resultado, os detentores de capital se veem liberados da perda de liquidez e dos riscos inerentes à aquisição de ativos fixos, já que podem revalorizar e expandir seu patrimônio mais rapidamente através de canais financeiros com retornos avaliados como mais seguros tanto no curto quanto a médios prazos.<sup>4</sup>

Como destaca Harribey (2000),

“a financeirização da economia se inscreve numa dinâmica de mercantilização do mundo. (...). Embora a autonomia da acumulação face à produção de valor seja uma ficção, de uma parte ela se nutre de toda modificação da repartição do valor criado em uma direção favorável ao capital, isto é, através de uma elevação da taxa de exploração da força de trabalho; e de outra, pela existência de um empregador de última instância, que se torna tão mais eficaz à medida que ele controla todo deslize inflacionista e dirige o essencial da criação monetária para a atividade propriamente financeira.”<sup>5</sup>

Por isso, a opção por sistemas de metas de inflação aplicados por bancos centrais tornados, de fato ou legalmente, independentes com relação a governos ou à instância política em sociedades democráticas deve ser interpretada como uma demanda direta da alta finança, sempre apoiada pelos economistas que a servem e pelas pesquisas que se baseiam em fundamentos teóricos pré-keynesianos e para os quais não somente a moeda é neutra, mas a própria finança.<sup>6</sup> Trata-se, portanto, dos mesmos atores para os quais a finan-

4 Vide, por exemplo, a análise desenvolvida em STOCKHAMMER (2004).

5 Tradução livre de Harribey (2000).

6 Sobre a questão da busca de autonomia de bancos centrais como uma demanda direta do setor bancário-financeiro, ver Epstein (2001).

ceirização não passa de uma “ideia” fantástica da heterodoxia, carecendo de estatuto teórico-analítico pertinente, visto que o desenvolvimento financeiro é inerente à evolução do capitalismo. Ora, se o desenvolvimento das finanças ao longo da história é uma das características da evolução capitalista, ele não se processa somente em uma dimensão quantitativa, pois sempre é acompanhado por mudanças qualitativas fundamentais nas relações entre o setor financeiro e o setor produtivo e, conseqüentemente, também nas relações entre o Estado e a economia, na qual está inserido. E as análises precisam dar conta dessas transformações e de suas implicações socioeconômicas.

Como destaca Harribey (2000), a fase contemporânea do desenvolvimento do capitalismo é geralmente caracterizada como expressão da globalização financeira. E a definição mais difundida desse processo se constitui pela tríade: a) desregulamentação, b) desintermediação e c) formação dos mercados globais pela intensificação dos fluxos de capitais e de bens e serviços ao redor do mundo. Contudo, segundo este economista, essa definição não permite explicar as três questões principais acerca do problema, que são:

- i. a integração do conjunto de atividades produtivas e comerciais sob a égide das finanças;
- ii. o enriquecimento financeiro dos grupos econômicos mais poderosos através da captação do valor adicionado gerado pelos setores produtivos; e
- iii. nesse contexto, a precarização do trabalho tornou-se um elemento central dos processos de financeirização das economias e sociedades.

Eufemisticamente, essa captação de renda e riqueza, que na realidade significa drenagem de valor que só pode ser criado pelo setor produtivo, tem sido denominada pelos gestores da alta finança como “criação” de valor para os acionistas e elites rentistas. Por esta razão, Harribey propõe a dis-

tinção conceitual entre **valor adicionado** e **valor captado**, pois o sistema bancário-financeiro é um sistema estruturado para captação ou drenagem de valor originário das atividades diretamente produtivas. Atividades bancário-financeiras não criam valor ou riquezas, criam signos que lhes representam e que pressupõem que estejam sendo produzidos ou que ainda serão pelo setor produtivo.

Se as análises históricas e as comparações internacionais mostram que a finança é inerente ao capitalismo, as mudanças institucionais que permitiram sua generalização e a sobreposição de sua lógica e interesses aos demais setores econômicos não deveriam ser interpretados como um corolário das chamadas leis gerais do desenvolvimento capitalista. Decisões e ações deliberadas foram tomadas com vistas a resultados planejados e não poderiam, portanto, ser reduzidos a consequências inevitáveis de leis gerais, tidas como trans históricas, nem tão pouco como eventos fortuitos de governos e detentores de capital guiados por suas propensões à revalorização financeira.

E é nesse contexto que, para Harribey, o mercado financeiro não cria valor econômico, cria a liquidez do valor ou a liquidez do capital financeiro necessária para a captação do valor adicionado já criado ou ainda a ser criado pelo setor produtivo. Em outros termos, a moeda e os ativos financeiros são representações ou signos de riqueza que precisam preexistir concretamente para que esses símbolos chamados de dinheiro, e que cada vez mais se desmaterializam, podendo converter-se em dígitos em sistemas computacionais, possam ser considerados válidos e socialmente aceitos como tais.

Em suma, em toda economia capitalista que apresente um nível suficiente de desenvolvimento financeiro, as alternativas ao investimento (formação bruta de capital fixo) já estão presentes, pois compõem

os ciclos reprodutivos normais dos capitais em suas formas monetárias e financeiras. Isso decorre do próprio movimento do capital que se transmuta incessantemente entre suas três diferentes formas: capital-dinheiro ou monetário (base das finanças e da atividade bancária), capital fixo produtivo (bens de capital como máquinas, equipamentos, infraestruturas) e bens de consumo duráveis e não-duráveis. Porém, quando atingem patamares que restringem o crescimento sustentável das economias, pelos constrangimentos que impõem ao investimento produtivo, a financeirização está conceitualmente caracterizada como fenômeno econômico e adquire seu estatuto teórico, tornando-se objeto relevante de pesquisa científica tanto em Economia como em outras Ciências Sociais.

Neste sentido, para além dessa introdução, este texto está estruturado como segue. A seção 2 reúne várias definições do fenômeno da financeirização, buscando explicitar suas múltiplas implicações e convergências. Busca também mostrar as relações entre acumulação financeira e acumulação produtiva, relacionando-as à questão da formação e alocação de poupança. A seção 3 reúne uma série de indicadores de financeirização propostos para o nível macroeconômico de análise. A seção 4 discute uma problemática fundamental, por suas consequências para o desenvolvimento social e econômico: a da captura dos Estados nacionais pelos interesses da valorização e acumulação rentista devido ao poder político resultante da hegemonia do setor bancário-financeiro e das elites rentistas frente aos demais setores e classes sociais. A seção 5 conclui com uma síntese dos principais resultados e propõe alguns prognósticos para a próxima década.

## 2. O Conceito de Financeirização: definições e estatuto teórico

Mader, Mertens & Van der Zwan (2020) trazem um interessante quadro sintético das definições de financeirização encontradas tanto explícita quanto implicitamente em trabalhos selecionados no Google Scholar, acessados em fevereiro de 2019. No Quadro 1, a seguir, acrescentamos duas linhas para incluir as definições propostas em Pagliari & Young (2020) e Harribey (2000). Apesar de suas nuances e ênfases em determinados aspectos do fenômeno da financeirização, todas as definições possuem em comum o fato de destacarem as transformações qualitativas engendradas pelo acúmulo de mudanças de ordem quantitativa no funcionamento do sistema financeiro. E nesse contexto, pode-se considerar a chamada 'lei dos saltos qualitativos' ou 'lei da transformação da quantidade em qualidade' que é um princípio teórico derivado do método histórico-dialético, cuja aplicabilidade aos fenômenos socioeconômicos permite elucidar a emergência dos processos de financeirização das economias. De acordo com esse princípio, mudanças de ordem quantitativa num sistema socioeconômico tendem a se acumular através do tempo e em espaços geográficos específicos e, a partir de um determinado momento, desencadeiam mudanças qualitativas em sua estrutura interna e *modus operandi*.

Nessa perspectiva, foram as transformações organizacionais e institucionais (fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods, desregulação comercial e financeira, etc.) decorrentes do esgotamento e crise do modo de desenvolvimento fordista que, ao impactarem um número significativo de empresas e setores de atividade econômica, permitiram que as condições de revalorização dos capitais por canais financeiros se tornassem mais atrativas, em termos de rentabilidade, risco e liquidez, comparativamente àquelas

oferecidas pelas atividades diretamente produtivas. Portanto, dizer que a expansão financeira que levou à proeminência do capital financeiro a partir da crise dos regimes fordistas é simplesmente um fenômeno inerente e esperado da dinâmica

de longo prazo do capitalismo, sem maiores consequências para o funcionamento desse sistema, é desconsiderar os graves problemas econômicos e sociais trazidos por essa transformação de ordem qualitativa na acumulação capitalista.

**Quadro 1 – Definições comparadas da financeirização.**

AUTOR (ANO)	DEFINIÇÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO	NÍVEIS PRINCIPAIS DE ANÁLISE
Epstein (2005)	"O papel crescente dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras na operação das economias nacional e internacional"	Macro
Krippner (2005)	"Um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam principalmente através de canais financeiros e não através do comércio e da produção de mercadorias"	Macro
Boyer (2000)	processo pelo qual "todos os elementos da demanda nacional suportam as consequências do domínio das finanças"	Macro
Tang & Xiong (2010)	"Processo [...] através do qual os preços das commodities se tornaram mais correlacionados com os preços dos ativos financeiros e uns com os outros"	Macro
Martin (2002)	"Promove uma orientação para a contabilidade e gestão de riscos em todos os domínios da vida"	Micro
Stockhammer (2004)	"aumento da atividade de negócios não financeiros nos mercados financeiros, [...] medido pelos fluxos de renda correspondentes"	Meso
Palley (2008)	"(1) Elevação da importância do setor financeiro em relação ao setor real, (2) transferência de renda do setor real para o setor financeiro e (3) aumento da desigualdade de renda e tendência à estagnação salarial"	Macro
Froud et al. (2006)	"Mudanças induzidas pela retórica do valor para os acionistas [que] estabelece para empresas e famílias objetivos utópicos, como a criação de valor por intervenção gerencial para empresas gigantes ou busca de segurança por meio do mercado de ações para as famílias"	Meso-Micro
Froud et al. (2000)	"Uma nova forma de competição em que as estratégias empresariais se voltam para os resultados financeiros, mas também uma espécie de aceleração no trabalho de gestão"	Meso
Aalbers (2008)	"Mudança do comportamento do capital dos circuitos primário, secundário ou terciário para o circuito quaternário do capital [...]; ou seja, a ascensão dos mercados financeiros não para a facilitação de outros mercados, mas para o comércio de dinheiro, crédito, títulos, etc."	Macro



Orhangazi (2008)	"expressa as mudanças que ocorreram na relação entre o setor corporativo não financeiro e os mercados financeiros"	Meso
Pagliari, S. & Young, K. I. (2020)	"Como fenômeno macroestrutural, a financeirização condiciona o próprio marco regulatório do ambiente em que opera. Fortalecendo os recursos que a indústria financeira pode mobilizar, atrai tanto o poder público quanto as empresas não financeiras como apoiadores estratégicos. Leva à financeirização da "vida cotidiana", alterando a subjetividade da população de maneira propícia à obtenção de apoio político para reproduzir-se"	Macro-meso
Harribey (2000)	"A financeirização da economia se inscreve em uma dinâmica que conduz à mercantilização do mundo. A integração do conjunto das atividades produtivas e comerciais sob a égide das finanças. O enriquecimento financeiro dos grupos mais poderosos através da captação cada vez maior do valor adicionado, num processo em que a precarização do trabalho é um elemento fundamental"	Macro

Fonte: extensão da *Table 1: Main definitions of financialization* in MADER, P., MERTENS, D. and VAN DER ZWAN, N. (2020), com a inclusão das definições de Pagliari & Young (2020) e de Harribey (2000).

## Quadro 2 – O que a financeirização não é e o que de fato ela é.

A FINANCEIRIZAÇÃO NÃO É	A FINANCEIRIZAÇÃO É
o desenvolvimento do setor bancário e da expansão financeira que lhe resulta, através da utilização das novas tecnologias da informação e da comunicação.	a sobreposição da lógica e natureza dos interesses rentista-financeiros às demais atividades econômicas, desestimulando os investimentos nos setores produtivos e alterando as práticas de gestão em favor das alocações financeiras dos lucros empresariais.
a inclusão financeira que permite o acesso da população de baixa renda e em vulnerabilidade social aos produtos e serviços ofertados pelo sistema bancário-financeiro, além de aumentar a eficiência das políticas públicas e dos programas sociais.	o aproveitamento dessa inclusão para fins especulativos e de revalorização rentista sob taxas reais de juros abusivas ou usurárias, levando as famílias, empresas, estados e municípios ao superendividamento e à inadimplência.
a presença de ativos, produtos e serviços financeiros nos balanços das empresas do setor produtivo, porque isso é normal e expressa as necessidades de capital de giro e de outros recursos destinados às suas atividades-fim.	a presença de ativos financeiros em percentuais que expressam o deslocamento ( <i>crowding out</i> ) ou a substituição do investimento produtivo por operações monetário-financeiras completamente desconectadas de suas atividades-fim.
a obtenção de receitas não-operacionais pelas empresas do setor produtivo, porque isso também é normal.	o desestímulo ao aumento da produção e do investimento quando a obtenção de receitas não-operacionais se torna recorrente, pois mais atraente por seu menor custo, baixo risco e facilidades alocativas.
a existência de pressões e de pleitos do setor bancário-financeiro privado junto às instituições e organismos do Estado Nacional, como o Banco Central ou o Ministério da Economia.	o predomínio dos interesses desse setor sobre o Estado nacional, capturando suas estruturas administrativas e instituições, em detrimento dos interesses e necessidades dos demais setores de atividade econômica e do conjunto da população.

a existência de um banco central independente ou autônomo com relação às pressões políticas e governamentais.	a utilização dessa autonomia como subterfúgio para a intrusão dos interesses bancário-financeiros dentro do Estado Nacional, com o objetivo tácito de pautar a agenda da política monetária, fiscal e cambial à revelia do governo e da própria sociedade.
a adoção de políticas de estímulos ao setor privado e à maior concorrência, através de medidas de liberalização de determinados mercados ou setores econômicos.	a adoção dessas políticas sob a égide dos interesses do setor bancário-financeiro e fora de uma estratégia nacional de desenvolvimento econômico multissetorial que inclua a indústria de maior intensidade tecnológica e complexidade econômica.
a expressão de reformas do Estado que possam efetivamente aumentar sua eficiência nas funções alocativas e distributivas.	a implementação de reformas do Estado que objetivam reduzir ou mesmo eliminar a provisão de serviços públicos para criar nichos de mercado para a provisão privada, a exemplo das reformas da previdência e da atual proposta de reforma administrativa.
a busca dos equilíbrios orçamentários para a estabilidade das finanças públicas mediante políticas de superávits fiscais.	é a prioridade dada às despesas financeiras do governo em detrimento das despesas sociais que são reduzidas e, em seguida, congeladas sob o discurso falacioso da austeridade fiscal.
a existência de taxas elevadas de juros reais incidentes sobre os estoques das dívidas pública e privada.	é a capitalização composta dessas taxas reais de juros em níveis exorbitantes, se comparados à média internacional, convertendo o endividamento público e privado nos principais eixos da acumulação rentista-financeira cujo caráter é nitidamente usurário.

Fonte: elaboração própria.

Com o objetivo de complementar as definições constantes do Quadro 1, o Quadro 2 reúne argumentos comparativos para tornar mais precisas as condições estruturais e conjunturais que, no plano macroeconômico, expressam a existência de processos de financeirização. As análises detectaram outras características que poderiam ser elencadas, como a imposição, por pressões advindas dos proprietários e controladores das empresas do setor financeiro, de regimes cambiais, monetários e fiscais que minam a eficiência das políticas industriais e esvaziam sua legitimidade em uma estratégia consistente de desenvolvimento. Outra se refere à adoção acrítica de políticas neoliberais e de austeridade fiscal por parte dos governos, como se não houvesse alternativas ao Estado que não fossem aquelas preconizadas por representantes da alta finança liberalizada.

Com base no exame da ampla literatura econômica nacional e internacional sobre a financeirização das economias, pode-se

propor uma definição abrangente, buscando integrar as contribuições dos diversos trabalhos disponíveis.

## 2.1 A financeirização: uma proposta de definição abrangente

**A financeirização surge como um fenômeno macroeconômico e estrutural, com implicações microeconômicas e setoriais, em que as estratégias de revalorização dos capitais através de operações bancário-financeiras, potencializadas pelas novas tecnologias digitais e pelas inovações de produtos e serviços, generalizam-se e assumem caráter invasivo e subordinador dos processos de revalorização nos setores não-financeiros. Isso ocorre porque a financeirização expressa-se pela ampliação das oportunidades de realização do objetivo essencial do processo capitalista de acumulação - a obtenção do maior valor abstrato de troca em sua forma monetário-financeira - minimizando ou mesmo eliminando as**

**necessidades de imobilização de recursos em atividades diretamente produtivas, consideradas de menor rentabilidade, menor liquidez ou maiores riscos.**

Por esta razão, uma das consequências diretas da financeirização é o rebaixamento dos salários reais pela tendência à permanência de taxas elevadas de desemprego, promovendo a deterioração das condições de vida da população.

Em outros termos, a lógica econômica da revalorização dos capitais em ativos financeiros, por natureza mais líquidos ou mais rentáveis, sobrepõem-se às oportunidades de lucro nos setores produtivos, desestimulando a formação bruta de capital fixo empresarial. Com isso as práticas de gestão das empresas não-financeiras são alteradas e conformadas à racionalidade inerente à revalorização e acumulação rentista-financeira, induzindo-as a complementar ou substituir receitas operacionais de suas atividades-fim por ganhos de curto prazo com operações financeiras. Por esta razão, economias sujeitas à financeirização são incapazes de apresentar taxas altas e sustentáveis de crescimento econômico.

No que concerne às relações entre capital e trabalho assalariado, devido às pressões pela maximização de curto a médio prazo da rentabilidade real dos ativos que envolve, a financeirização promove o rebaixamento salarial, pois enfatiza a dimensão dos salários como custo de produção, abstraindo-se de sua importância como principal fator da demanda de consumo de massa. Assim, ela promove a flexibilização precarizante das relações de trabalho e as reformas do Estado que reduzem o salário indireto (previdência, assistência saúde e educação), abrindo nichos para a provisão privada desses serviços.

Os regimes de acumulação que lhes resultam, além de reduzirem a participação

do setor industrial no produto total, desencadeando processos de desindustrialização e de especialização regressiva, apresentam, por isso, taxas baixas e voláteis de produtividade e de crescimento econômico. Aumentam significativamente a frequência das crises financeiras e elevam a concentração da renda e do estoque de riqueza. Promovem, então, o surgimento de elites rentistas e patrimoniais cujo elevado poder econômico lhes confere poder político para aumentarem sua influência sobre o setor público, permitindo-lhes capturar o Estado nacional que passa a agir, prioritariamente, por seus interesses e conveniências. Com isso, ameaçam as próprias instituições da democracia, na medida em que reduzem ou suprimem direitos sociais, desvirtuando os papéis intransferíveis do Estado na provisão de bens e serviços públicos essenciais à população. E é nesse sentido que a financeirização torna-se um obstáculo endógeno, porquanto um limite estrutural maior ao desenvolvimento social e econômico de um país ou região.

Contudo, nesse contexto, os estudos sobre a financeirização não buscam incriminar ou tratar sob algum tipo de preconceito teórico-ideológico o setor bancário-financeiro, descaracterizando sua verdadeira importância para o desenvolvimento. Trata-se de mostrar que, sob as condições macroeconômicas e institucionais que reproduzem os processos de financeirização, os grandes bancos e as elites rentistas associadas são, via de regra, seus maiores beneficiários em detrimento dos demais setores de atividade econômica. Aos demais setores e segmentos sociais cabem-lhes a menor fração dos fluxos de renda gerada e do estoque de riqueza acumulada, o que explica grande parte do aumento das desigualdades observadas nos últimos trinta anos.<sup>7</sup> Nas próximas seções essas

7 Por exemplo, o aumento da concentração da renda e do estoque de riqueza tal como analisado em Piketty

características serão abordadas com mais detalhes.

## 2.2 Dominância financeira e acumulação rentista: um obstáculo endógeno ao desenvolvimento

*“Em geral, o capital portador de juros, sob o sistema moderno de crédito, encontra-se adaptado às condições próprias da produção capitalista. A usura como tal não só continua a existir, como, nos povos de produção capitalista desenvolvida, é liberada dos grilhões que lhe haviam sido impostos pela legislação prévia. (...). A diferença entre o capital portador de juros – na medida em que ele constitui um elemento essencial do modo de produção capitalista – e o capital usurário não está de modo nenhum na natureza ou no caráter desse capital em si, mas apenas nas condições modificadas sob as quais ele funciona, portanto, também no caráter totalmente transformado do mutuário, que se confronta com o prestamista de dinheiro.” (Karl Marx, O Capital, Volume III, 1894)*

A liberalização financeira tem permitido a acumulação de riqueza privada em ritmos muito superiores ao período em que vigiam as regras do sistema monetário internacional de Bretton Woods (Aglietta, 2001). **A dominância financeira tem moldado as estruturas produtivas e distributivas das economias nacionais, sendo a expressão mais contundente dos interesses dos grandes conglomerados financeiros e dos grandes bancos que, pressionando governos e suas instituições, estabelecem planos de revalorização patrimonial privada em escala global.** Compreende-se assim que o número de bilionários tenha crescido rapidamente no Brasil e no mundo, mesmo sob a atual crise pandêmica iniciada em 2020, ou seja, apesar de recessões ou das baixas e voláteis taxas de

crescimento econômico em vários países.

Análises que se situam numa perspectiva positivista e economicista tenderão a considerar esse fenômeno como uma etapa “natural” do desenvolvimento capitalista, esvaziando, portanto, sua relevância teórico-analítica por não considerá-lo causador de problemas de ordem econômica e social ou gerador de obstáculos estruturais ao desenvolvimento. Bastariam regulações adequadas como as estabelecidas pelos Acordos de Basiléia e suas adaptações nacionais para que os países desfrutem de mercados financeiros eficientes, estáveis e compatíveis com as necessidades da sociedade.

Mas as pesquisas sobre a financeirização têm mostrado que não é isso o que de fato ocorre. Os Acordos de Basiléia focam em medidas consideradas necessárias para a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais, tornados interconectados e interdependentes através das operações em mercados globais. Todavia, não reconhecem a pertinência e por isso não oferecem nenhuma medida capaz de conter ou reduzir os efeitos negativos da financeirização das economias sobre suas respectivas sociedades. Pelo contrário, **os processos de financeirização avançam e se consolidam precisamente nos períodos de maior estabilidade dos sistemas bancário-financeiros, quando a alta finança, controlada pelas elites rentistas, consegue impor seus interesses sobre os Estados nacionais, empresas do setor produtivo e famílias assalariadas, especialmente as financeiramente vulneráveis e sujeitas a processos de superendividamento crônico.**

---

(2014), mesmo em países desenvolvidos e em nítido desacordo com o previsto pela curva de Kuznets, segundo a qual os países em desenvolvimento assistiriam ao aumento das desigualdades de renda em seu processo rumo ao grupo dos desenvolvidos. Mas, ao se tornarem desenvolvidos, a desigualdade deveria baixar e não aumentar.



## 2.3 O problema fundamental do investimento

O problema fundamental do investimento (e da consequente formação de poupança), como observado em Aglietta (2001), refere-se aos canais institucionais que possibilitam compatibilizar a demanda de liquidez e rentabilidade dos detentores de capital (os poupadores), com as imobilizações necessárias de recursos aos projetos de investimento produtivo empresarial, pois estes últimos implicam perda de liquidez e aumento do grau de risco e incertezas inerentes aos ativos fixos.

Bruno e Caffe (2014) utilizam a expressão “o problema fundamental da poupança”, tal como formulado por Aglietta, (2001) não significando que a poupança deva preceder o investimento como fazem as análises neoliberais ou neoclássico-walrasianas que se inscrevem em uma tradição teórica pré-keynesiana. O objetivo foi chamar a atenção para o falso problema da acumulação prévia de poupanças como base para o investimento, como crê a ortodoxia. Nas atuais economias dotadas de um setor bancário-financeiro sofisticado, basta ao setor produtivo a existência de uma oferta de crédito compatível com as necessidades empresariais de investimento. Além disso, essas correntes que integram a ortodoxia econômica não reconhecem a existência do fenômeno da financeirização e, portanto, não lhe atribuem nenhum estatuto teórico.

O circuito bancário-financeiro dos recursos não-consumidos deveria viabilizar a transformação de ativos financeiros líquidos em ativos fixos produtivos como pressuposto da elevação das taxas de crescimento econômico, base do desenvolvimento. Entretanto, como esse processo implica alterações do grau de liquidez das carteiras de ativos e, conseqüentemente, a não-neutralidade da moeda, a transformação

dos fluxos de recursos não-consumidos – a poupança – em base para o financiamento do investimento pode não ocorrer. Não há nenhum mecanismo puramente mercantil e monetário-financeiro que possa, automática e espontaneamente, viabilizar essa intermediação, compatibilizando os planos individuais de poupança com os projetos empresariais de investimento em ativos fixos produtivos.

Nesse contexto, Aglietta (2001) também destaca como agravante o fato de o grau de liquidez de um ativo não depender somente de suas características microeconômicas. Depende, também, das características institucionais que regulam suas transações, permanecendo por isso fortemente condicionado pelo ambiente macroeconômico resultante do conjunto de normas e instituições estabelecidas pelo governo para regular a circulação bancário-financeira.

É preciso reconhecer que numa economia financeirizada com predominância da renda de juros, como a brasileira, essa compatibilidade macrodinâmica e estrutural só excepcionalmente acontece e mesmo assim exige do setor público ações voltadas para estimular a economia. Dadas as elevadas concentrações da renda e do estoque de riqueza, a concepção de que a retomada dos processos de crescimento e desenvolvimento econômicos poderia iniciar-se e manter-se sustentável somente pelo setor privado, cabendo ao Estado um papel passivo ou de simples preparador das condições mercantis para o sucesso da acumulação privada, não tem fundamento teórico nem histórico-empírico. É uma concepção equivocada, derivada de pressupostos mais ideológicos que teóricos.

## 2.4 Formas produtiva e improdutiva das alocações financeiras

Uma das questões fundamentais quando se analisa a financeirização em seus efeitos sobre a economia e a sociedade deriva de suas interdependências macroeconômicas

micas e setoriais com o investimento. As formas de alocação dos recursos disponíveis não-consumidos (os fluxos individuais de poupança familiar e empresarial) não são neutras com relação às taxas de investimento e de poupança agregadas. As escolhas entre ativos fixos e ativos financeiros determinam o nível de investimento e, conseqüentemente, de crescimento do emprego e da renda da sociedade. Conseqüentemente, as formas de alocação e de formação da poupança são processos interdependentes que se determinam mutuamente ao longo do tempo. Mas, em economias financeirizadas, a acumulação de poupanças em ativos financeiros, quase sempre desconectados do investimento produtivo, é concentradora de renda e riqueza e se converte num obstáculo endógeno ao desenvolvimento.

Nas economias reais, os aumentos das taxas de juros promovem a transferência de renda dos agentes deficitários (devedores) para os agentes superavitários (credores), deixando inalteradas as taxas de investimento e de poupança agregadas, porque os fluxos de renda de juros que os credores recebem são obviamente os mesmos que os devedores pagam. Como essa relação não implica, necessariamente, aquisições de bens de capital, ela mantém a economia estagnada ou no máximo em crescimento lento o suficiente para ingressar em uma zona de instabilidade estrutural tão logo o superendividamento dos consumidores implicar queda na demanda agregada.

**Se o Estado, pautado pela ideologia da austeridade fiscal, se abstém de aumentar o investimento público e de implementar medidas contracíclicas de estímulos à demanda, ele estará promovendo ainda mais as alocações improdutivas de capital que são a base da reprodução dos processos de financeirização.** E é nesse tipo de ambiente macroeconômico que os grandes bancos conseguem expandir seus lucros enquanto o emprego

e os lucros nos demais setores econômicos diminuem ou estagnam, desestimulando o investimento.

### 3. Indicadores Macroeconômicos de Financeirização

Dispondo-se de dados tributários é possível o cálculo de taxas de financeirização para as famílias e para as empresas não-financeiras, de maneira análoga à realizada por Aglietta (2001) para os países europeus. Nesta seção, o foco estará em indicadores macroeconômicos, seja por sua relevância na caracterização do funcionamento global da economia e sociedade brasileira, seja pela disponibilidade de informações. Entretanto, pode-se ressaltar que os indicadores agregados de financeirização captam os fatores estruturais que condicionam o conjunto dos comportamentos econômicos privados e do setor público.

#### 3.1 Um primeiro indicador: os ativos financeiros se desconectam dos ativos fixos produtivos

O Gráfico 2 exibe as séries macroeconômicas da taxa de crescimento do estoque de capital fixo produtivo (a taxa de acumulação de capital) juntamente com a taxa de financeirização, definida como a razão entre o estoque total de ativos financeiros não-monetários e o estoque total de capital fixo. No subperíodo 1970-1980, de alto crescimento econômico, as taxas de acumulação são superiores às taxas de financeirização. Na realidade, em termos teóricos, não seria possível caracterizar a vigência da financeirização nesse subperíodo.

**A partir da década de 1980, as taxas de financeirização ultrapassam às taxas de acumulação de capital fixo, expressando o surgimento de um ambiente macroeconômico onde as alocações financeiras tornaram-se mais atrativas do que os ativos reais.** Tem início o processo de financeirização brasileiro pelos ganhos inflacionários reproduzidos pela inflação

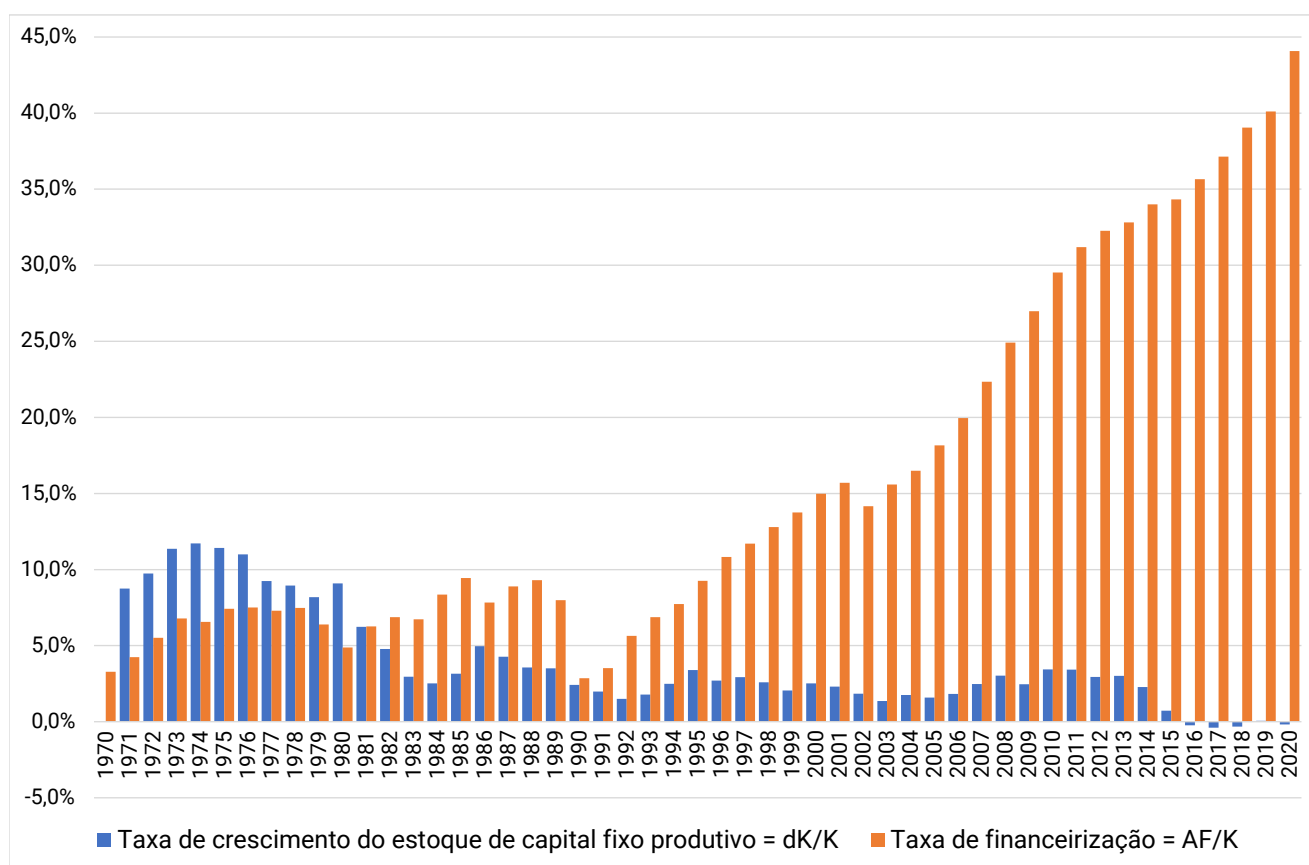
inercial com base na chamada moeda indexada, apesar de as taxas reais de juros serem ainda baixas. Esse segundo subperíodo caracteriza-se também pela forte concentração bancária que contribuiu para que o setor financeiro se tornasse o setor hegemônico na década subsequente.<sup>8</sup>

**A partir da década de 1990, a taxa de financeirização entra numa nítida e forte expansão, com o estoque de ativos financeiros representando em 2020 mais de 44,07% do estoque total de capital**

**fixo.** O comportamento dessas duas séries nesse terceiro subperíodo expressa também uma desconexão entre os capitais alocados em ativos financeiros e os destinados à formação bruta de capital fixo. A financeirização torna-se explícita e passa a reproduzir-se pelas elevadas taxas reais de juros, ao invés dos ganhos inflacionários no período anterior.

## Gráfico 2

**Desde os anos 1990, os ativos financeiros crescem exponencialmente, enquanto os ativos fixos produtivos estagnam.**



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BCB e IPEA DATA.

8 Para uma análise esclarecedora da chamada moeda indexada, ver Barros (1993), *A moeda indexada: uma experiência brasileira*.

Consequentemente, pode-se considerar que a substituição do investimento por ativos financeiros, característica principal dos processos de financeirização, se consolida de maneira nítida nesse último período. **A suposta insuficiência de poupança na economia brasileira, frequentemente presente nos discursos ortodoxos, não encontra evidências empíricas.** A baixa taxa de poupança agregada resulta da baixa taxa de investimento provocada pela maior atratividade das alocações financeiras comparativamente às imobilizações de capital exigidas pelas atividades produtivas.

### 3.2 Um segundo indicador: a elevada participação dos fluxos de juros no PIB

A Tabela 1 traz os fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo setor bancário-financeiro como percentagens do PIB brasileiro. Embora os fluxos apropriados permaneçam numa média de 3,47% do PIB

entre 1995 e 2020, os fluxos pagos às elites rentistas, detentores de capital e resto do mundo atinge a média de 22,11% no mesmo período. Na análise da financeirização pela renda de juros ou usurária, deve-se considerar precisamente essa proporção. Destaque-se que nesse período, **os pagamentos de juros efetuados pelas famílias e empresas não-financeiras ao setor bancário-financeiro atingiram a média de 20,06% do PIB, quase quatro vezes mais do que a proporção de juros pagos pelo governo.** Isso significa que os fluxos de juros gerados pelo endividamento privado, de famílias e empresas não-financeiras, assumem montantes que permitem caracterizar a financeirização brasileira como usurária, diferenciando-a das outras modalidades presentes em países desenvolvidos como os EUA e naqueles em que as taxas de juros são muito inferiores às vigentes no Brasil.

**Tabela 1**

**Renda de juros recebida, paga e apropriada pelo setor bancário-financeiro brasileiro em % PIB (1995-2020).**

Ano	(A) Total recebida = (B) + (C)	(B) Recebida do setor privado (famílias e empresas não-financeiras)	(C) Recebida do governo geral	(D) Total paga às elites rentistas, detentores de capital e resto do mundo	(E) Total apropriada
1995	28,72	23,62	5,1	23,07	5,65
1996	21,51	17,6	3,91	16,75	4,76
1997	19,87	16,38	3,49	15,31	4,56
1998	23,26	17,88	5,38	18,67	4,59
1999	42,37	33,43	8,94	38,14	4,23
2000	18,64	13,26	5,38	15,04	3,60
2001	29,87	24,36	5,51	25,31	4,56
2002	34,96	29,18	5,78	29,91	5,05



2003	29,66	20,87	8,8	23,99	5,67
2004	30,3	24,39	5,91	23,17	7,13
2005	32,71	25,85	6,86	30,23	2,48
2006	34,83	27,74	7,09	31,66	3,17
2007	33,46	27,38	6,09	30,48	2,98
2008	28,6	22,96	5,64	25,69	2,91
2009	24,77	19,7	5,08	22,08	2,69
2010	24,52	19,93	4,6	21,86	2,66
2011	22,6	17,5	5,1	20,23	2,37
2012	20,56	16,26	4,3	18,75	1,81
2013	19,92	15,67	4,24	17,72	2,20
2014	21,05	17,07	3,98	19,1	1,95
2015	25,31	18,32	6,99	22,01	3,30
2016	25,58	19,85	5,73	23,54	2,04
2017	21,03	15,36	5,66	18,73	2,30
2018	16,57	11,65	4,93	14,08	2,49
2019	16,56	12,08	4,48	14,07	2,49
2020	17,95	13,16	4,79	15,25	2,70
Média	25,58	20,06	5,53	22,11	3,47

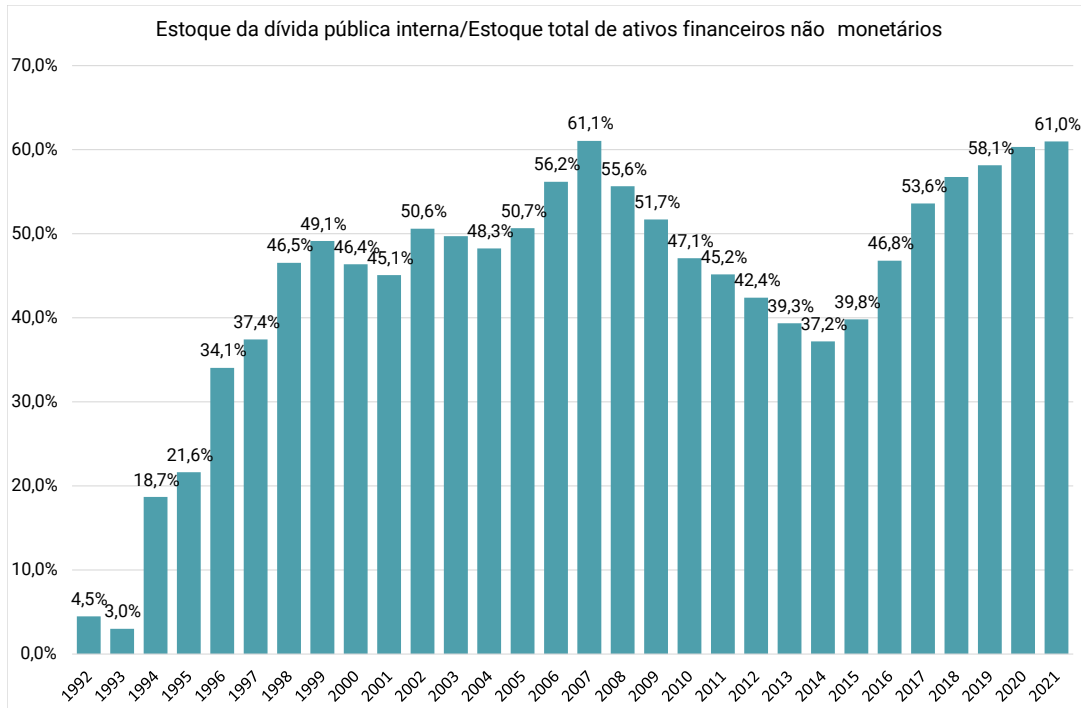
Fonte: cálculos próprios com base nos dados das Contas Econômicas Integradas do IBGE.

Complementando a análise dos dados apresentados na Tabela 1, o Gráfico 3 mostra que o estoque da dívida pública interna após a introdução do regime de câmbio flutuante com regime de metas de inflação, a partir de 1999, manteve-se na média de 48,65% do estoque total de ativos financeiros não-monetários. Entra em uma tendência de crescimento a partir da recessão de 2015 e atinge 61% da riqueza financeira total, considerando-se a média das proporções entre os meses de janeiro a junho de 2021. Consequentemente, **o Estado brasileiro atua como porto seguro em um verdadeiro “paraíso financeiro” para uma minoria de bilionários, em sua**

**maior parte, rentistas, enquanto penaliza as classes de média e baixa rendas com várias reformas ultraliberais, como a trabalhista, a previdenciária e a administrativa, além de outras reformas e políticas que também reduzem o bem estar social e rebaixam as condições de vida da maioria da população.** Se ainda existem dúvidas quanto à captura do Estado nacional brasileiro pela alta finança usurária, devem ser remetidas à intrusão de conteúdos essencialmente ideológicos no plano das análises e que são veiculados tanto pelos que servem a esse setor quanto pelos que deles são sócios na acumulação rentista-financeira.

**Gráfico 3**

**O estoque da dívida pública interna representa mais de 60% do estoque de ativos financeiros não-monetários no Brasil (1992-2021).**



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do BCB e IBGE.

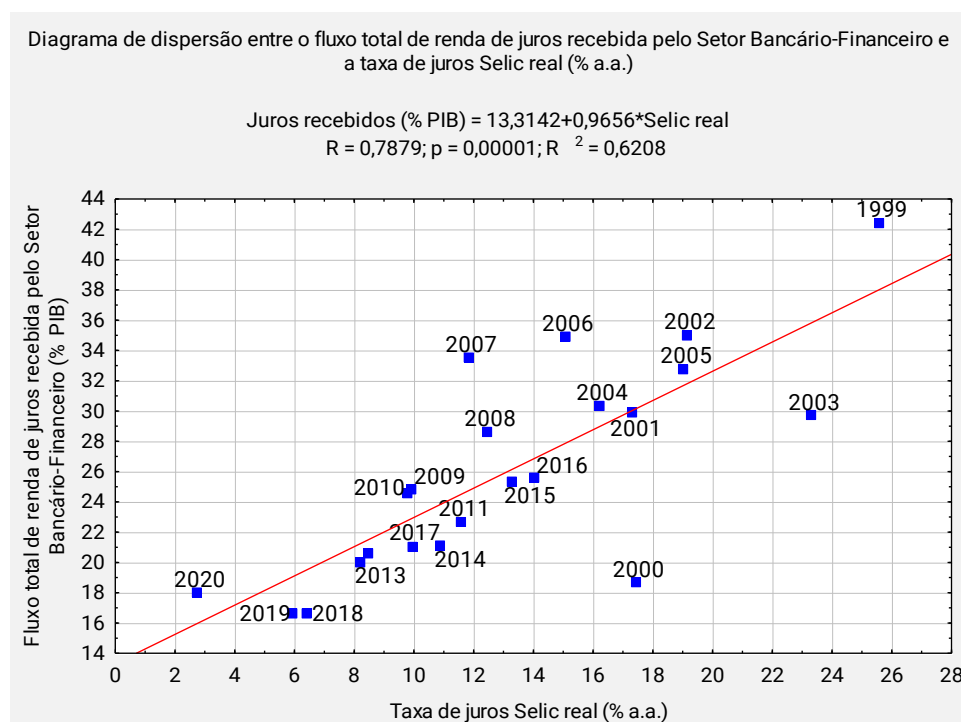
Nota: O percentual para 2021 é a média dos estoques nos 5 primeiros meses desse ano.

Outro aspecto que chama atenção e reforça a interpretação do Gráfico 3 é a forte correlação positiva entre o fluxo real de renda de juros recebida pelo sistema bancário-financeiro como percentagem do PIB e a taxa real de juros Selic. Mesmo sendo o piso das taxas de juros no Brasil, sua indexação aos títulos da dívida pública interna tem forte influência na geração da renda de juros recebida pelo setor bancário-financeiro, como podemos constatar pelo Gráfico 4. Mesmo que as demais taxas de juros cobradas pelos bancos em seus vários produtos e serviços, tais como cartões de crédito, cheque especial, crédito pessoal, etc., sejam muito mais altas do que a taxa Selic, os títulos da dívida pública são muito atrativos pela segurança que proporcionam aos seus detentores, comparativamente aos riscos tão elevados de inadim-

plência com o crédito privado a famílias e empresas nesse tipo de financeirização usurária. Como possuem alta liquidez, segurança e rentabilidade, exercem um forte efeito dissuasivo sobre as decisões de investimento de que o país tanto carece para o seu desenvolvimento. Nos termos propostos por Aglietta (2001), sobre os dois tipos de poupança mencionados mais acima, trata-se de um padrão de financeirização que intensifica e leva a um paroxismo a substituição de poupança produtiva por poupança financeira improdutiva, travando o desenvolvimento sustentável do país e beneficiando as elites rentistas e proprietárias de bancos em detrimento dos demais setores da economia.

## Gráfico 4

## Taxa de juros Selic real e renda de juros recebida pelo setor bancário-financeiro como percentagem do PIB no Brasil (1999-2020).



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do BCB e IBGE.

### 3.3 Um terceiro indicador: a taxa de financeirização restringe a taxa de investimento

No Brasil, tal como acontece em outros países, quanto maior a taxa de financeirização, menor tende a ser a taxa de investimento. A exceção pode ser observada no subperíodo que vai de 2004 a 2013, quando a taxa de investimento cresceu devido ao *boom* dos preços internacionais das commodities. Como nesse tipo de regime de acumulação o setor exportador de commodities avança e o industrial regride, era de se esperar estímulos à formação bruta de capital fixo destinada à produção primário-exportadora. Porém, o investimento na sua quase totalidade ocorreu em ramos e setores de baixa a média intensidade tecnológica.<sup>9</sup>

Se o processo de desindustrialização da

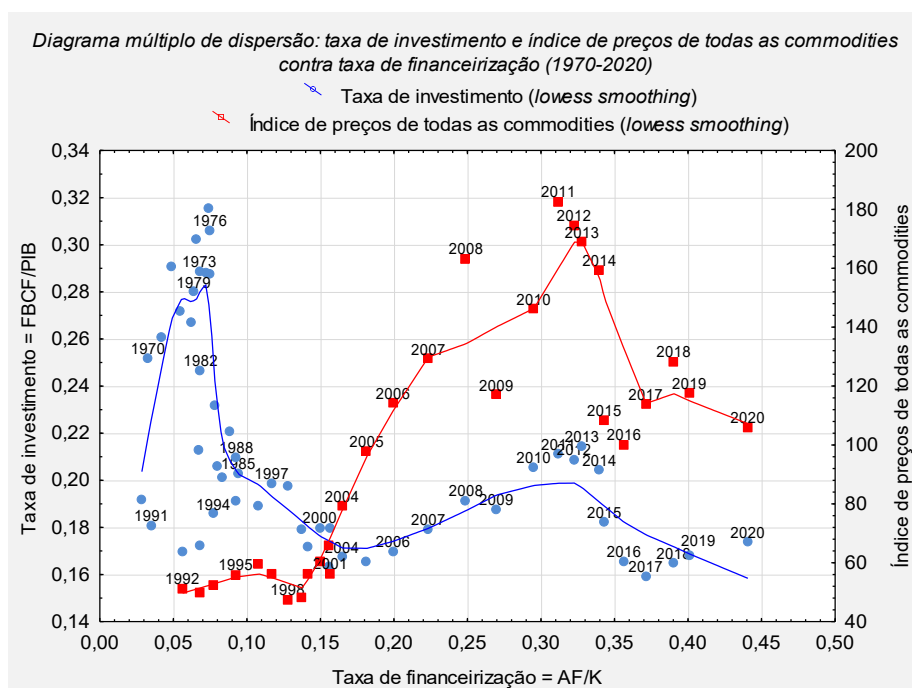
economia brasileira teve início nos anos 1980, a liberalização comercial e financeira dos anos 1990, sem política industrial e sem uma estratégia nacional de desenvolvimento, lhe imprimirá um ritmo acelerado e desintegrador das cadeias produtivas locais.

O diagrama múltiplo de dispersão do Gráfico 5 busca detectar o modo como o investimento responde à taxa de financeirização e aos preços internacionais das commodities. De um modo geral, as taxas de investimento foram muito maiores na década de 1970, precisamente quando a financeirização da economia não estava presente. Embora no subperíodo 2004-2013, as taxas de investimento tenham crescido, essa expansão esteve associada ao *boom* dos preços das commodities, como se pode observar nesse gráfico.

9 Para mais detalhes dessa questão, ver Bruno (2019).

## Gráfico 5

**Quanto maior a taxa de financeirização, menor tende a ser a taxa de investimento (1970-2020).**



Nota: a taxa de investimento INV/PIB é a formação bruta de capital fixo (FBCF) em % do PIB a preços constantes de 2010. A taxa de financeirização é a razão entre o estoque total de ativos financeiros não-monetários (AF) e o estoque total de capital fixo (K).

### 3.4 Um quarto indicador: lucro e acumulação tendem a divergir

Outro indicador importante quando se necessita de uma perspectiva de longo prazo, apropriada às análises do desenvolvimento, pode ser encontrado no Gráfico 6 que exhibe as taxas de acumulação de capital fixo juntamente com a taxa de lucro bruto macroeconômico, ambas em índices dos valores. A partir de 1974, essas séries entram em uma queda longa. Somente após a estabilização de preços com o Plano Real em 1994, a taxa de lucro voltou a uma tendência de crescimento até 2008, mas a taxa de acumulação permanece nos seus níveis historicamente mais baixos.

No subperíodo 2004-2013, ela volta a

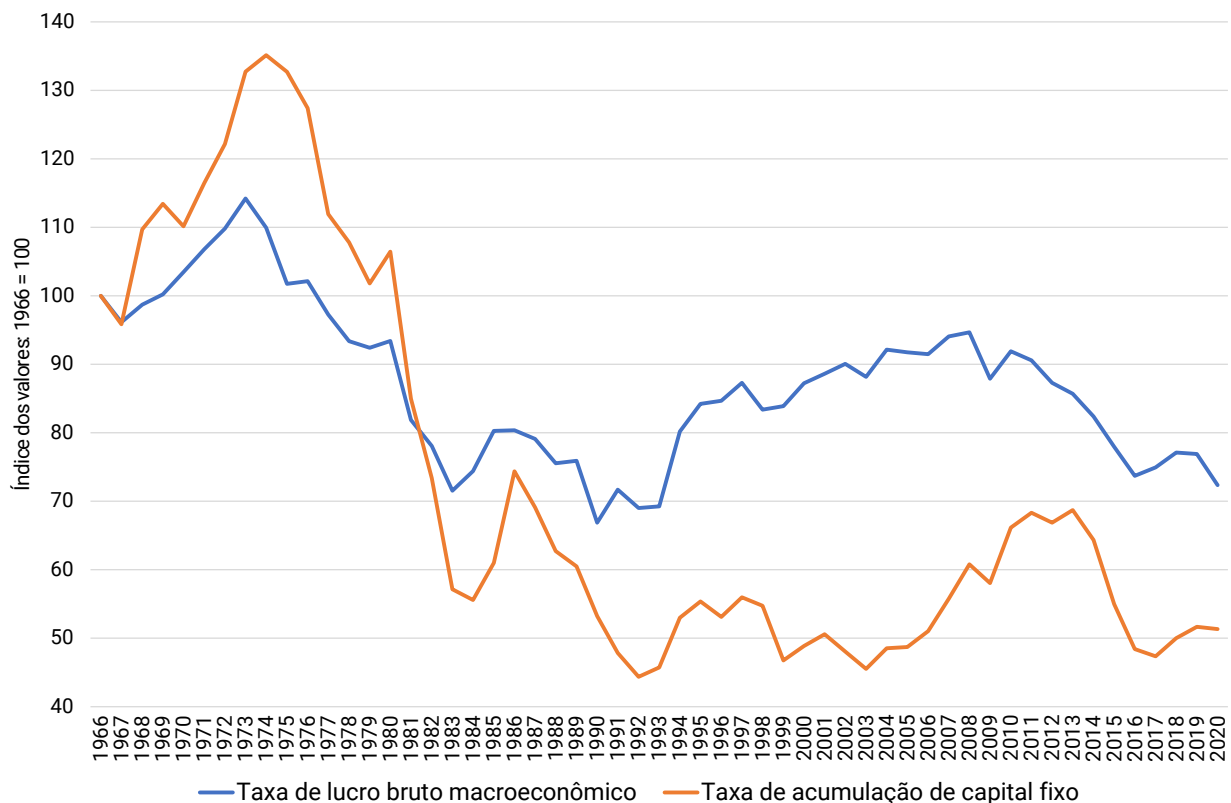
crescer impulsionada mais pela demanda externa pelas commodities brasileiras do que pela recuperação da lucratividade do capital fixo. Reforçando essa interpretação, o Gráfico 7 mostra a forte correlação positiva entre o crescimento econômico brasileiro e os preços internacionais das commodities. Mas ainda no Gráfico 6, o destaque fica para a distância entre lucro e acumulação a partir dos anos 1990, pois se trata de um indicador de financeirização o fato de a taxa de lucro permanecer em trajetória de expansão sem que isso estimule o crescimento da taxa de acumulação de capital fixo. Isso é explicável considerando-se que **parte significativa dos lucros do setor produtivo é agora originária de receitas não-operacionais, o que sinaliza a**



**dominância da financeirização**<sup>10</sup>. Explica também como fases de recessão ou estagnação podem agora durar muito mais do que em épocas pré-financeirização, já que

as grandes empresas do setor produtivo conseguem adiar investimentos e reduzir a produção com custos compensáveis por operações no mercado financeiro.

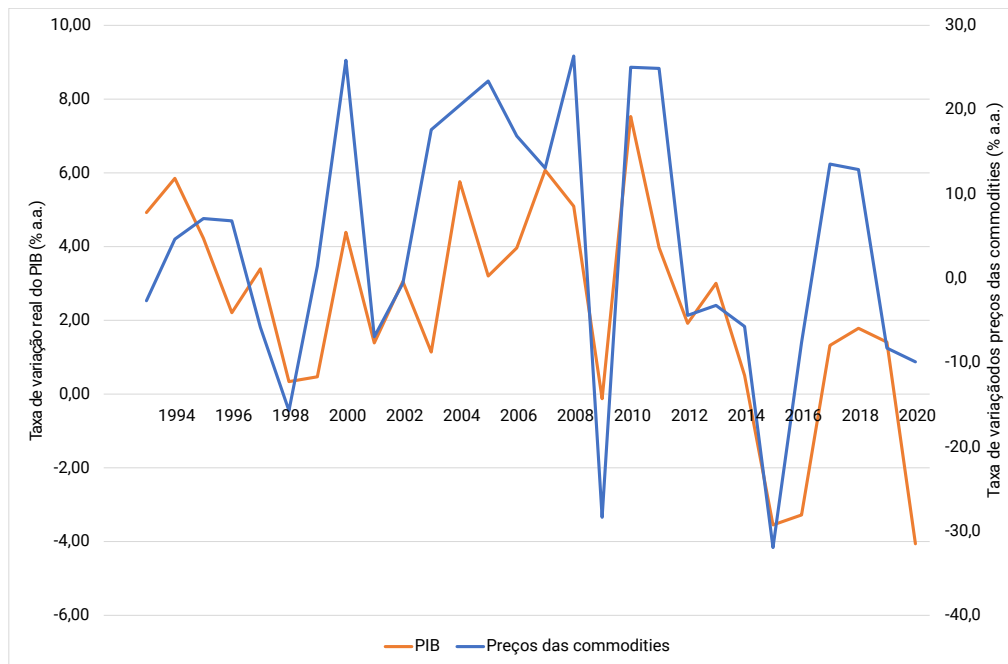
**Gráfico 6**  
**Devido à financeirização, lucro e acumulação podem divergir (1966-2020).**



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BCB e IPEA DATA.

<sup>10</sup> A distância entre lucro e acumulação ocorre porque o lucro gerado nas empresas não financeiras é preferencialmente distribuído aos acionistas ou serve à recompra de ações ou dirige-se para ativos financeiros. Logo, a tendência é de se aprofundar cada vez mais o hiato entre lucro e acumulação de capital fixo produtivo, numa economia financeirizada.

**Gráfico 7**  
**Há correlação positiva entre crescimento econômico e preços das commodities no Brasil. (1994-2020)**



Fonte: IBGE e FMI.

### 3.5 Um quinto indicador: as taxas de juros permanecem em níveis usurários

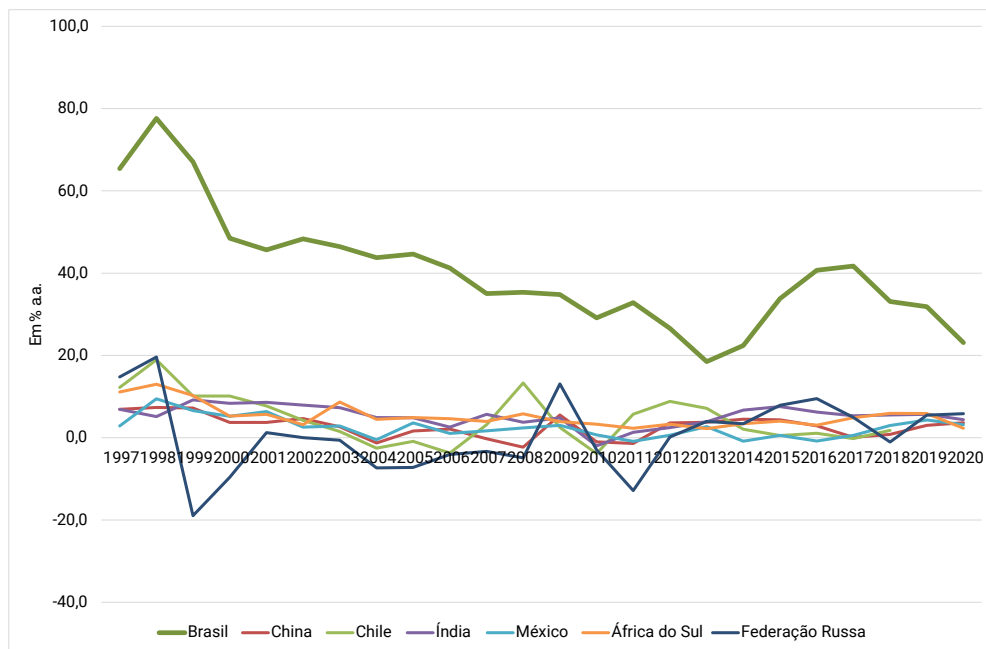
**Com relação aos níveis das taxas médias reais de juros, a economia brasileira é, de fato, um ponto fora e muito acima da curva média dos BRICS,<sup>11</sup> México e Chile, plotados no Gráfico 8. As explicações para a causa dessa exorbitância das taxas reais de juros sempre foram insatisfatórias, centrando-se em análises que determinam o *spread*, falhas no marco regulatório, na existência de uma convenção pró-conservadorismo na política monetária ou no índice elevado de inadimplência.<sup>12</sup> Ora, quanto à essa suposta última causa, chega a ser um contrassenso que muitos autores desconsiderem que, precisamente por serem extremamente elevadas, as ta-**

**xas reais de juros numa economia de alta concentração da renda e do estoque de riqueza e que remunera mal e precariamente sua força de trabalho assalariada, é a inadimplência que surge como consequência direta da cobrança de juros reais abusivos. Assumir como verdadeiro o contrário é tentar legitimar essa exorbitância e desresponsabilizar um setor bancário-financeiro altamente concentrado, tornando-o agente que tão somente reage de forma defensiva e precaucional às hipossuficiências de renda e riqueza, não lhes podendo ser atribuída nenhuma intencionalidade na fixação dos valores de taxas usurárias de juros que, juntamente com as elevadas receitas de tarifas, garantem-lhes lucros muito acima da média dos demais setores da economia, inclusive sob recessões e sob a crise pandêmica atual.**

<sup>11</sup> BRICS é a sigla usada para designar o conjunto de países formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

<sup>12</sup> Mais detalhes quanto às explicações para as elevadas taxas de juros no Brasil podem ser encontrados em BRESSER-PEREIRA, L. C. DE PAULA, L. F. & BRUNO, M. (2020).

**Gráfico 8**  
**Taxa média de juros reais: BRICS, Chile e México (1997-2020).**

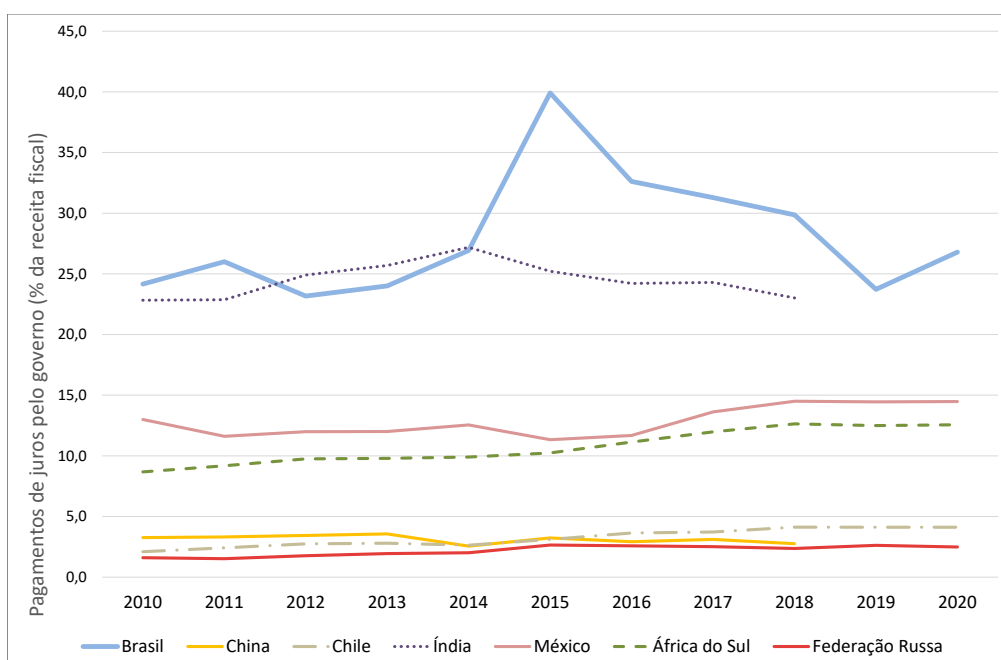


Fonte: World Bank Data.

O Gráfico 9 mostra o comprometimento da receita fiscal com pagamentos de juros do governo nesses mesmos países. O Brasil apresenta-se novamente em patamares muito mais elevados que os demais países dos BRICS, Chile e México. Com esse ní-

vel de expropriação da renda das famílias e das empresas não-financeiras, a tendência à inadimplência está sempre presente, pois é um resultado direto da cobrança de taxas usurárias de juros reais, em uma sociedade de alta desigualdade de renda e riqueza.

**Gráfico 9**  
**Comprometimento da receita fiscal com pagamentos de juros do governo.**



Fonte: World Bank Data.

Outra das características da financeirização usurária brasileira pode ser constada pelo Gráfico 10. Nas décadas de 1970 e 1980, os estoques totais de ativos financeiros não-monetários mantiveram-se em níveis muito inferiores aos observados no período pós-1990, de liberalização financeira, quando o Brasil adere açodadamente ao processo de globalização, sem uma estratégia nacional de desenvolvimento. Mas também é relevante destacar as quedas rápidas dos meios de pagamentos em poder do público, sobretudo dos depósitos à vista, como proporções do agregado monetário M4.<sup>13</sup>

Trata-se de uma substituição drástica dos meios de pagamentos por ativos financeiros-não monetários, que expressa a transferência da liquidez representada pela detenção de moeda, a liquidez por excelência, ou a *high powered money*, para os produtos e serviços que oferecem rentabilidade real e que ao mesmo tempo mantêm a liquidez de curto e médio prazos, altamente conveniente aos detentores de capital. Os depósitos à vista tiveram uma queda surpreendente, saindo de 49% do M4 em 1970 para 3,9% em 2020, uma diminuição de 12,5 vezes.

**Essa absorção, e consequente concentração, dos fluxos de pagamentos da economia por ativos financeiros não-monetários, que oferecem tanto liquidez quanto rentabilidade real aos proprietários de capital, provoca uma escassez de recursos para o financiamento do consumo e do investimento, encarece demasiadamente o crédito e torna disfuncional o sistema bancário-financeiro brasileiro que termina assumindo caráter rentista e usurário.** Em outros termos, o mercado financeiro brasileiro oferece um prêmio al-

tamente vantajoso para os comportamentos rentistas. Exerce forte atração para que os recursos não-consumidos, a poupança familiar e empresarial, permaneçam empocados na circulação bancária e financeira, desestimulando as imobilizações de capital necessárias aos projetos de investimento produtivo de que o país tanto necessita. É essa a causa das elevadas taxas reais de juros, os capitais podem rápida e facilmente revalorizar-se através de suas formas monetárias e financeiras sem terem que incorrer nos riscos inerentes às atividades produtivas.

Esse comportamento seria esperado para o volume de papel-moeda em poder do público que, como se sabe, está sendo rapidamente substituído por dinheiro digital, cartões de débito e de crédito graças às novas tecnologias da comunicação e da informação, mas não para os depósitos à vista que são o primeiro repositório dos fluxos de rendimento dos agentes econômicos. A retenção da liquidez da economia em ativos financeiros não-monetários não resulta, sempre e necessariamente, das formas alternativas à moeda (como meio de pagamento) possibilitadas pelo avanço tecnológico. Ela pode estar expressando que a lógica da revalorização rentista-financeira de curto e médio prazos se sobrepõe à sua função transaccional, tornando esta última apenas um meio para a acumulação patrimonial ao mesmo tempo em que constrange e encarece a oferta de crédito, tornando-a incompatível com as demandas do setor produtivo e dos consumidores. E é esta uma das razões que reforça o caráter usurário desse tipo de financeirização.

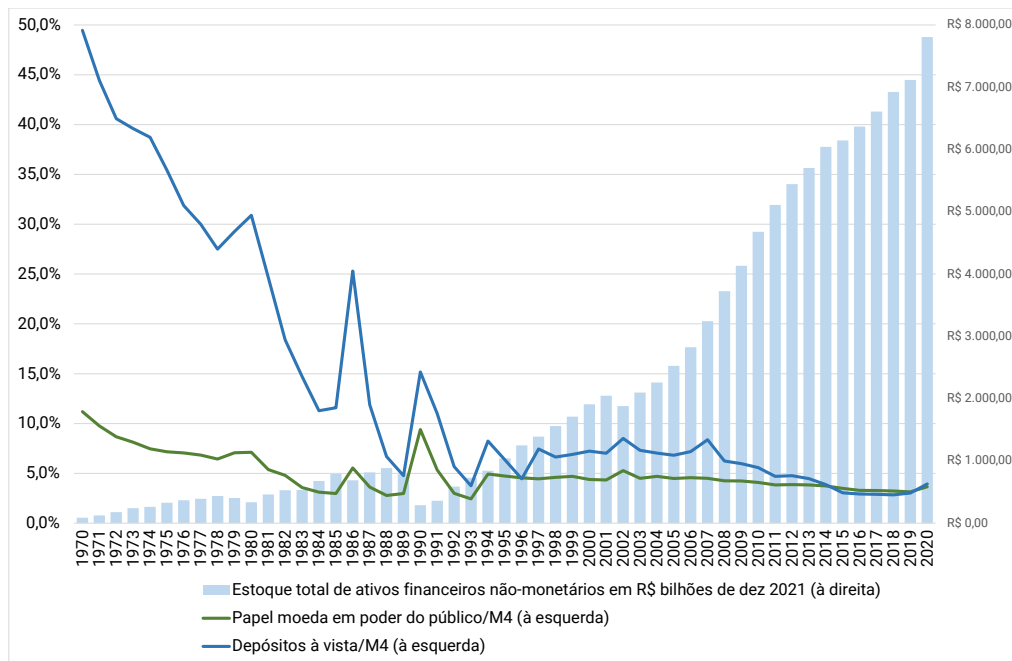
---

13 Os agregados monetários no novo conceito definido pelo Banco Central do Brasil são: meios de pagamento restritos: M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista e os meios de pagamento ampliados: M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias; M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic 5; Poupança financeira: M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez.



### Gráfico 10

#### Financeirização e substituição monetária no Brasil (1970-2020).



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do Banco Central do Brasil.

Outro fator que certamente está contribuindo para esse comportamento de substituição da moeda como substrato da liquidez, por ativos financeiros de alta liquidez e rentabilidade real é a capitalização da taxa real de juros Selic através da detenção dos títulos da dívida pública e de outros ativos geradores da alta renda de juros. Se forem considerados os níveis muito mais altos das outras taxas de juros cobradas pelos bancos, essa regularidade macroeconômica é ainda mais reforçada. O crescimento do fator acumulado da taxa Selic real disparou no início dos anos 1990, quando a liberalização financeira se articula com a estabilidade inflacionária obtida com o Plano Real. Como se sabe, esta taxa foi e ainda tem sido utilizada como variável-chave para a atração de capitais externos espe-

culativos de curto prazo,<sup>14</sup> com o objetivo de acumulação de reservas internacionais e manutenção da âncora cambial para o controle da inflação.

E é nesse contexto que o endividamento público interno se torna, juntamente com o endividamento privado, os motores da acumulação rentista-patrimonial, e às expensas das condições financeiras que permitiriam ao Brasil dispor de um sistema bancário-financeiro efetivamente funcional e eficiente, mais adequado ao setor produtivo e ao financiamento do desenvolvimento do país. Mas suas operações têm permanecido voltadas, preponderantemente, para a revalorização e acumulação financeira em benefício das elites rentistas e proprietárias de bancos.

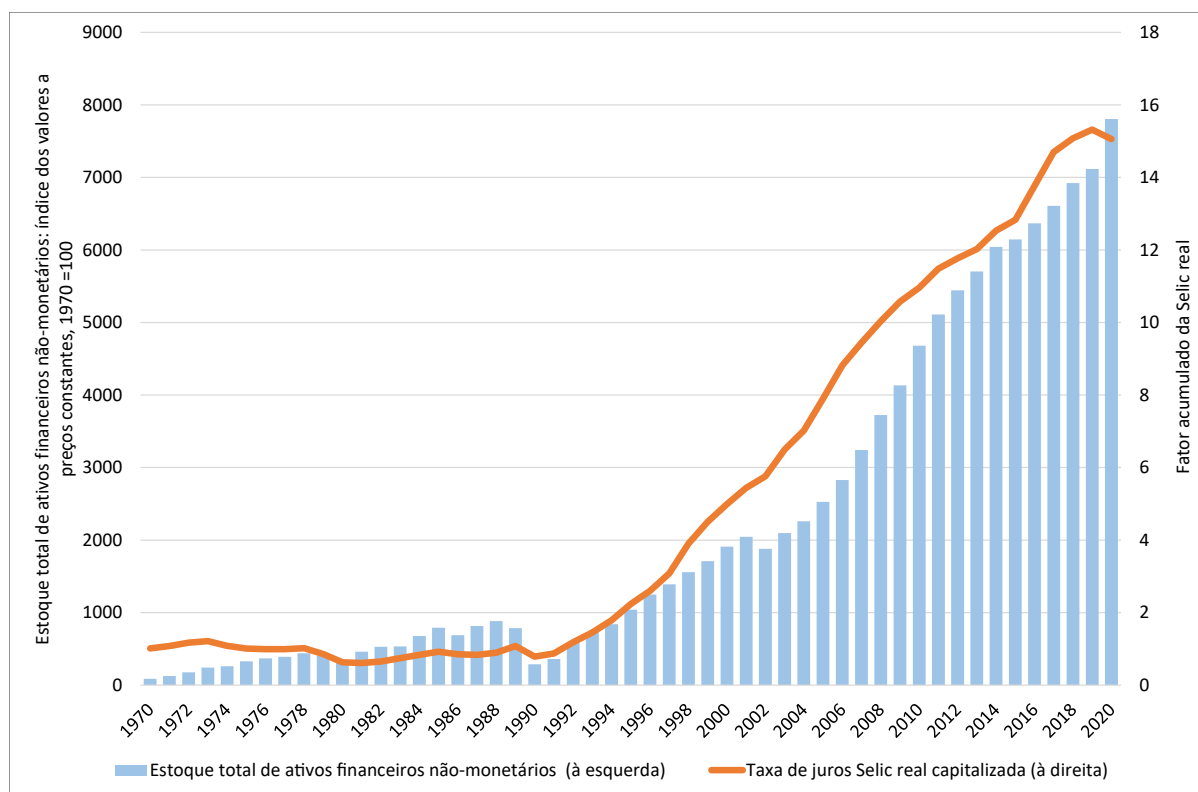
14 Apesar de classificados pelo Banco Central do Brasil com o termo técnico a pretensões de neutralidade, “investimentos em carteira”, essa modalidade de fluxo de capital estrangeiro, especulativo e rentista, nada contribui para o financiamento do investimento produtivo e, portanto, para o desenvolvimento do país. Sua entrada no Brasil tem sido usada para acumular reservas cambiais, fundamentais ao controle inflacionário, e também para manter em equilíbrio o balanço de pagamentos numa economia cujos déficits em transações correntes tendem a ser contínuos e em níveis elevados, na medida em que se desindustrializa e reprimariza sua pauta de exportações.

Por esta razão, quando as abordagens neoliberais, monetaristas e novoclássicas, cujos fundamentos teóricos são essencialmente pré-keynesianos, argumentam que a economia brasileira sofre de insuficiência de poupança para o seu desenvolvimento e que por isso as taxas de juros são muito elevadas, elas se equivocam teórica e empiricamente. Teoricamente, porque as poupanças que são fluxos, quando existem, são absorvidas e esterilizadas pelas alocações

financeiras em ativos que, em sua quase totalidade, permanecem desconectados do investimento em capital fixo produtivo, fundamental para elevar a taxa de poupança por elevação do produto e não o inverso. E, empiricamente, porque, como os dados mostram, os fluxos de renda não consumidos transformam-se, precisamente, nesse volume de estoques de ativos financeiros não-monetários em contínua expansão, desde os anos 1990.

**Gráfico 11**

**A Selic real capitalizada tornou-se uma das bases da acumulação rentista-financeira a partir dos anos 1990 no Brasil.**



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do Banco Central do Brasil.

**Essa constatação empírica, quando corretamente interpretada com base em fundamentos teóricos keynesianos e kalleckianos, nos permite argumentar que a suposta insuficiência de poupança no plano agregado e as exorbitantes taxas reais de juros predominantes na economia brasileira são ambas subprodutos da financeirização usurária.** São expressões conjunturais de características estruturais

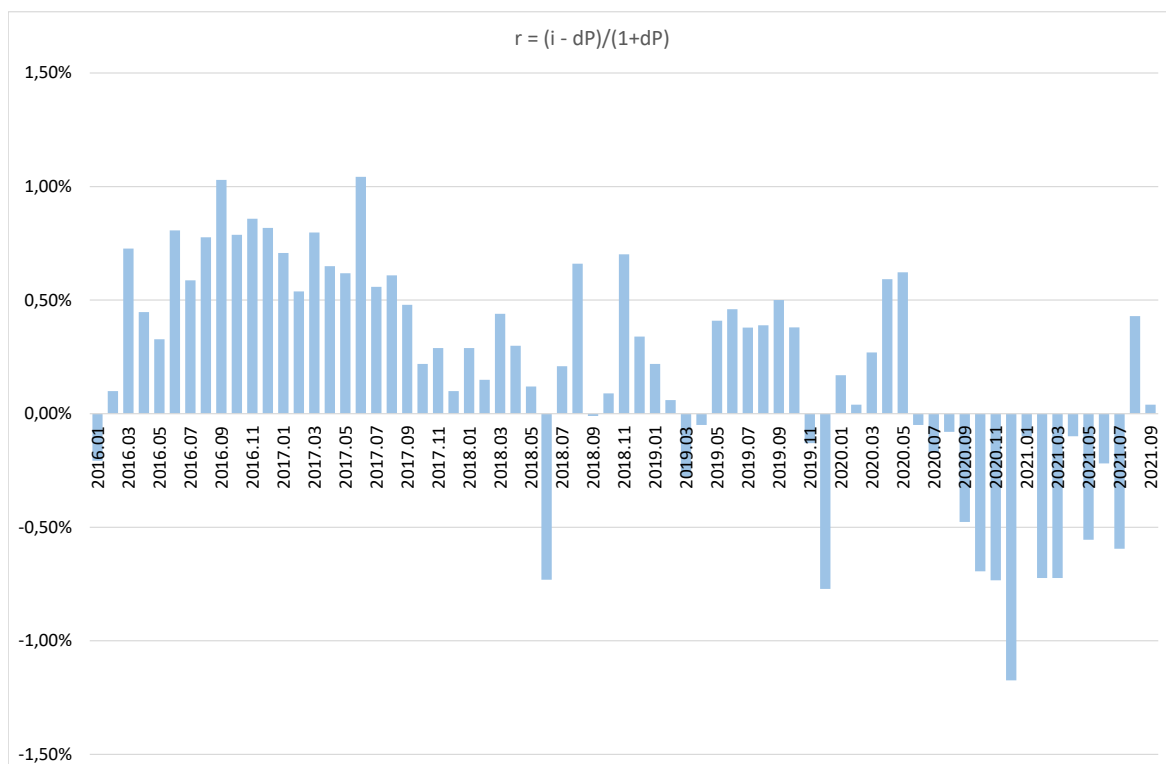
impostas e reproduzidas por esse processo que impõe ao Estado brasileiro e aos demais setores de atividade econômica os interesses dos grandes bancos nacionais e estrangeiros e dos detentores de capital que deles são sócios e principais beneficiários. São, portanto, o ponto de partida e o resultado do modo como a acumulação rentista-financeira se processa e se reproduz às expensas do setor produtivo, espe-

cialmente, o industrial e, consequentemente, do desenvolvimento socioeconômico do país.

Nesse contexto, deve-se observar que sob a modalidade de financeirização usuária da economia brasileira, a taxa de juros Selic é muito mais do que uma variável para gestão da liquidez, dentro da lógica do mercado aberto, como se esperaria a partir da perspectiva da teoria macroeconômica convencional. Os ativos financeiros a ela indexados representam um porto seguro aos gestores de carteira à cargo das elites rentistas e proprietárias de bancos. No entanto, em decorrência de fatores estruturais de oferta, que evidentemente nada tem a ver com a demanda, já muito reduzida devido à atual crise econômico-sanitária do Covid-19, a inflação brasileira acumulou aumento de 8,63% entre junho de 2020 e junho de 2021, pelo IPCA.

Diante dessa constatação, o Banco Central do Brasil, já liberado por sua recém conquistada autonomia legal, portanto, à revelia da sociedade e dos governos, e se abstraindo completamente da situação dramática que atravessa a maioria da população brasileira sob a pandemia, voltou a aumentar a taxa Selic em março de 2021, admitindo que irá proceder a uma sequência de aumentos programados até o final desse ano. Como se pode observar pelo Gráfico 12, desde junho de 2020 até junho de 2021, a taxa Selic real manteve-se negativa em todos esses 13 meses, provocando uma perda de rentabilidade real acumulada, nas carteiras de ativos que a utilizam como base para a revalorização rentista-financeira, de 5,65%, pois no mesmo período, a inflação acumulada pelo IPCA atingiu 8,63%.

**Gráfico 12**  
**A taxa real de juros Selic (jan/2016 – ago/2021).**



Fonte: cálculos próprios com base na taxa nominal de juros Selic do BCB. A taxa real de juros Selic (  $r$  ) foi calculada como a diferença entre a taxa nominal de juros Selic (  $i$  ) e a taxa de inflação (  $dP$  ), deflacionada pelo IPCA, conforme a fórmula que consta no respectivo gráfico 12.

Guardião da estabilidade inflacionária e financeira, mais pelo que ela representa para a acumulação rentista-patrimonial do que pelo que poderia significar para o setor produtivo e para a maioria da sociedade brasileira que vive dos rendimentos do trabalho assalariado, caso fosse obtida num ambiente de negócios com baixas taxas de juros reais, o BCB já não se constrangia em proceder a aumentos da Selic antes de sua autonomia legal, muito menos agora quando foi conquistada e instituída. Nesse contexto, sua independência formal, em seus termos legais, manteve somente como objetivo fundamental o controle da inflação. Apesar de prever ações para fomentar o pleno emprego, não menciona metas explícitas de crescimento econômico, tão somente “suavizar as flutuações do nível de atividade”<sup>15</sup>, mas “sem prejuízo de seu objetivo fundamental”. Em outros termos, caso julgue necessário elevar as taxas de juros e sacrificar o crescimento econômico e a geração de emprego, isso será feito sem constrangimentos tanto sob o argumento de manter a inflação dentro da meta, quanto para satisfazer as demandas de rentabilidade real dos capitais externos de curto prazo.

Observe-se os termos precisos em que a Lei complementar nº 179, de 24/02/2021 estabelece essa autonomia, que não poderia ter a pretensão de ter como corolário, seja de um ponto de vista lógico seja econômico, sua autonomia também em relação às pressões das elites rentistas e do setor bancário-financeiro. É no mínimo curioso que seus defensores, em geral *neoliberais* e monetaristas, nunca falem nada sobre a autonomia que, sob essa lei, possa concretamente desfrutar em relação às pressões advindas da alta finança:

“Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Parágrafo único. *Sem prejuízo de seu objetivo fundamental*, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. (...)”<sup>16</sup>

Da leitura dos termos do Artigo 1º fica nítido o interesse em estabelecer como principal objetivo o controle da inflação, é este o fundamental, deixando a suavização do nível de atividade (que não se confunde com metas de crescimento econômico que são fundamentais a toda estratégia de desenvolvimento socioeconômico) e o fomento ao pleno emprego como objetivos secundários ou acessórios. Tanto que o parágrafo único é taxativo quanto a isso, ao dizer “*sem prejuízo de seu objetivo fundamental...*”

Portanto, qualquer análise da financeirização brasileira que desconsidere as ações tácitas do Banco Central em prol das elites rentistas e do setor bancário-financeiro, acreditando tratar-se de necessárias e tecnicamente embasadas em fundamentos teóricos consistentes de combate à inflação e que considere que essa autarquia federal goza de imparcialidade total, neutralidade ou autonomia com relação à alta finança, não será apenas insatisfatória, será também ingênua ou puramente ideológica por endossar as demandas do mercado financeiro, em prejuízo das necessidades dos demais setores da economia.

### **3.6 O índice de financeirização como medida do grau de substituição do investimento por aplicações financeiras**

Como explicitado na seção 3.1, dividin-

15 O que pode ser buscado mesmo que a economia seja mantida em trajetórias de baixíssimas taxas de crescimento.

16 Os grifos são nossos.



do-se o estoque total de ativos financeiros não-monetários pelo estoque total de capital fixo (K), obtém-se a taxa de financeirização, que em 2020 alcançou 44% dos ativos fixos e continua em tendência ascendente. Para se ter uma noção mais precisa do que essa regularidade macroeconômica significa para o desenvolvimento brasileiro, pode-se dividir a taxa de financeirização (f) em cada ano das séries disponíveis pela taxa de acumulação de capital fixo (g), isto é, a razão entre o investimento (formação bruta de capital fixo) pelo estoque correspondente (K).

### Quadro 3 – Taxa de acumulação, taxa de financeirização e índice de financeirização.

Taxa de acumulação de capital fixo	Taxa de financeirização	Índice de financeirização
$g=I/K$	$f=AF/K$	$y=AF/I$

Obtém-se então a razão que pode ser interpretada de maneira análoga à taxa de financeirização, porém, capaz de expressar um resultado ainda mais direto e intuitivo: **para cada unidade monetária destinada à formação bruta de capital fixo (I), existem x unidades monetárias alocadas em ativos financeiros não-monetários, cujos níveis de rentabilidade real, liquidez e risco são mais atraentes do que aqueles que caracterizam as imobilizações de capital em máquinas, equipamentos, instalações e demais infraestruturas necessárias às atividades produtivas.** Quanto maior o índice de financeirização, maior a substituição de capital fixo produtivo por ativos financeiros e maior tende a ser o desestímulo ao investimento que a valorização e acumulação financeira exercem sobre as condições de produção geradoras de crescimento, emprego e renda.

Observando o Gráfico 13, pode-se constatar que, por exemplo, em 1970, para cada 1 real alocado em investimento ou formação bruta de capital fixo, havia somente 25 centavos em aplicações financeiras. Porém, a partir de inícios dos anos 1990, as alocações financeiras passam a ocorrer em montantes muito superiores aos recursos destinados ao investimento e permanecem sob uma tendência contínua de rápido crescimento. Em 2020, para cada Real imobilizado na formação bruta de capital fixo, existem R\$ 6,38 em ativos financeiros. **Negar a pertinência do conceito de financeirização, especialmente em sua modalidade usurária característica da economia brasileira, é acreditar que as finanças são neutras com relação ao processo de crescimento e desenvolvimento socioeconômico,** bastando apenas liberalizá-las sob regulação adequada, que as melhores condições de financiamento serão necessariamente obtidas. Como argumenta Aglietta (2001, p. 21 a 23),

“A poupança investida nas transferências de propriedade de ativos já existentes é improdutiva; a poupança investida no financiamento do investimento das empresas é produtiva. A finança não é então neutra, mesmo a longo prazo, porque ela influencia a alocação da poupança entre esses dois tipos de alocação. Em crescimento endógeno, o deslocamento da poupança em direção aos ativos improdutivos afeta desfavoravelmente a taxa de crescimento econômico.”

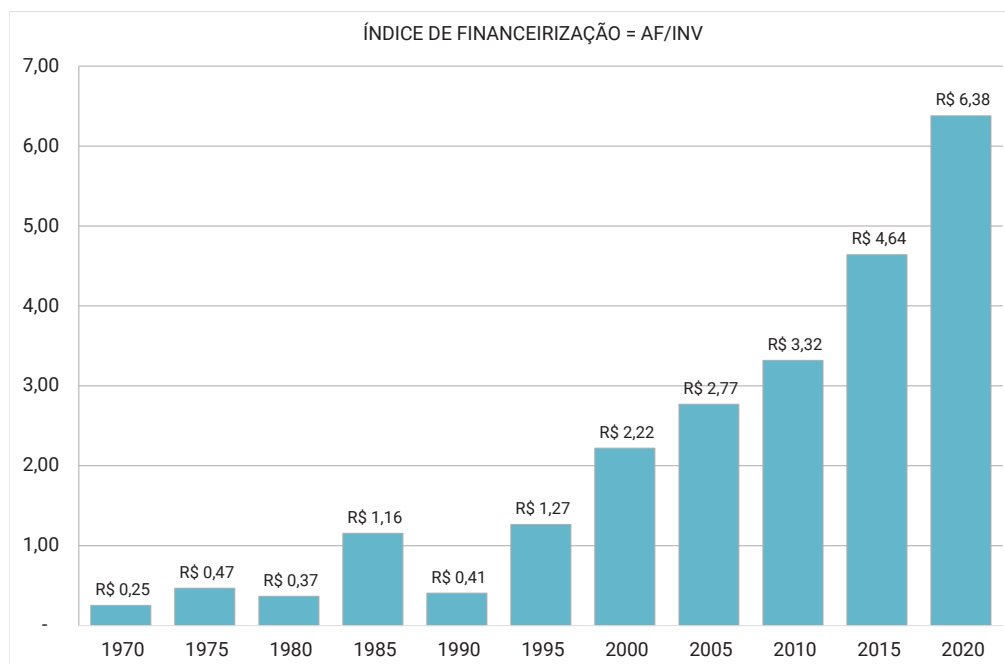
Não é por outra razão que, após aderir aos mercados globais nos anos 1990, priorizando sua inserção financeira subordinada e sua inserção produtiva através da exportação de produtos de baixa complexidade econômica e valor adicionado, a economia brasileira tem permanecido em trajetórias de desindustrialização e reduzido e instável crescimento econômico. Os momentos de maior crescimento econômico são esporádicos e frequentemente abortados pelo Banco Central como medida preventiva contra a explosão de déficits em tran-

sações correntes, já que a economia se reprimariza rapidamente e sua profunda internacionalização implica saídas frequen-

tes e em grandes volumes de recursos em dólares para o exterior.

### GRÁFICO 13

#### O índice de financeirização: uma medida da substituição dos ativos de capital fixo produtivo por ativos financeiros.



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do IBGE, BCB e IPEA DATA.

A Figura 1 reúne os principais efeitos do processo de financeirização na economia brasileira. São de fato consequências do predomínio da valorização e acumulação rentista-financeira que terminam desestru-

turando as instituições estatais responsáveis pelo bem-estar social, além de aprofundar os processos de desindustrialização e de rebaixamento das condições de vida da população brasileira.

### Figura 1

#### As consequências da financeirização como obstáculos estruturais ao desenvolvimento no Brasil.



Fonte: elaboração própria.

#### 4. Financeirização e Captura do Estado pela Alta Finança

Segundo Pagliari & Young (2020), os processos de financeirização criam as condições para seu próprio aprofundamento, por condicionar o ambiente regulatório-institucional no qual estão situados. Esses autores sustentam que a alta finança tem atuado através de seus representantes nas democracias representativas, segundo dois principais canais: a) via lobbies que atuam explicitamente (caso dos EUA) ou tacitamente (caso do Brasil) sobre o Estado nacional, pautando-lhe a agenda de reformas e as políticas fiscal e monetária de acordo com os interesses da valorização rentista-patrimonial; b) na ausência de lobbies formais ou informais, a alta finança age sobre as instituições de ensino e pesquisa em Ciências Econômicas, além de recrutar os economistas e demais profissionais que mais se adequem a seus interesses.

O aumento do endividamento público após a crise dos regimes fordistas de crescimento possibilitou a expansão das elites rentistas-financeiras ao redor do mundo e com isso aumentou enormemente seu poder político sobre as decisões governamentais. Streeck (2013) destaca que a partir dos anos 1980, os Estados nacionais, aderindo às ideologias do neoliberalismo, reduziram a tributação sobre as elites e sobre o grande capital empresarial e com isso expandiram o processo de financiamento por emissão de títulos da dívida pública. Em consequência, os Estados nacionais passaram de credores a devedores das elites financeiras e proprietárias de bancos, aumentando significativamente seu grau de subordinação às classes mais ricas da sociedade, deixando-se capturar por seus interesses e conveniências centrados nos mercados financeiros.

Esses fatos fornecem elementos empíricos para a construção de indicadores de captura dos Estados nacionais pelos mer-

cados financeiros. O poder das finanças é um fator importante para se explicar porque, apesar da gravidade da crise *subprime* nos EUA em 2008/2009, nenhuma medida regulatória significativa foi estabelecida com o objetivo de evitar futuras crises financeiras de mesma natureza e magnitude. Muitos analistas esperavam que em razão do grande número de bancos e empresas do setor produtivo afetados, um novo marco regulatório que disciplinasse as finanças fosse por fim implementado. Porém, como isso significaria um freio ao próprio processo de financeirização das economias, impedindo-o de reproduzir-se, os Estados nacionais foram constrangidos a limitar-se às medidas de recuperação da liquidez e solvência dos bancos e empresas afetados, sem alterarem os pressupostos institucionais que reproduzem a financeirização. Isso significa que as condições estruturais e macroeconômicas potencialmente capazes de gerar novas crises financeiras permanecem sem que se possa prever quando estas serão desencadeadas novamente, com enormes custos econômicos e sociais para os países atingidos.

No caso brasileiro, a influência da alta finança corporativa sobre o Estado, suas instituições e organismos dificilmente poderia ser negada. A recém conquistada autonomia do Banco Central do Brasil sempre fora difundida pela teoria econômica ortodoxa e neoliberal como necessária à maior eficiência da política monetária. No entanto, como se procurou mostrar, ela não tem como corolário sua autonomia com relação ao setor bancário-financeiro. Na prática, essa autonomia permite ao Banco Central desobrigar-se de responder às pressões políticas ou governamentais para melhor dedicar-se às demandas do setor bancário-financeiro.

Sob essa forma subordinada de adesão aos mercados financeiros e de commodities globais, os governos que se sucedem no Brasil veem ainda mais reduzida sua

margem de autonomia para influenciar os níveis das taxas de juros e de câmbio de acordo com as necessidades do setor produtivo e, conseqüentemente, do desenvolvimento do país. Nesse padrão de inserção internacional, que prioriza a revalorização e a acumulação financeira, estas variáveis fundamentais são, em última instância, determinadas em conformidade com os interesses da alta finança nacional e internacional, delegando ao Banco Central um papel passivo de legitimador institucional desses interesses, embora nos discursos oficiais e midiáticos apareça como autônomo em suas decisões de política monetária e cambial.

Como foi visto na seção 3.5, a autonomia do Banco Central do Brasil, sancionada pela Lei complementar nº 179, de 25/02/2021, não muda a essência dessa questão fundamental. Livre das pressões sociais, políticas ou governamentais, ele agora pode ceder mais facilmente às conveniências e pressões advindas do setor tornado hegemônico nos processos de financeirização, o setor bancário-financeiro, sem que o governo eleito ou a sociedade possam constrangê-lo para uma direção determinada pelas escolhas que a democracia antes permitia. Em suma, somente uma abordagem açodada e pré-keynesiana das relações entre o Estado e o mercado monetário-financeiro poderia crer que bancos centrais independentes do governo ou da instância política seriam necessariamente mais eficientes, abstraindo o fato de que essa independência não implica a independência com relação à alta finança privada, sobretudo quando esta tem seu poder político maximizado pela financeirização usurária da economia brasileira.

#### **4.1 As reformas institucionais que restringem as funções sociais do Estado**

Outro indicador do grau de captura do Estado brasileiro refere-se às reformas do setor público sob modelos ultraliberais, já aprovadas e às que ainda estão por ser: como as reformas trabalhista e da terceirização irrestrita, da previdência, tributária e a administrativa. Contando com o apoio da grande mídia e dos economistas do mercado financeiro, todas impuseram ou imporão perdas à população assalariada, ao mesmo tempo em que beneficiam o setor financeiro e as grandes empresas. A Figura 2 busca representar os efeitos da captura do Estado nacional pela alta finança.

Abrindo um amplo horizonte de oportunidades de valorização e acumulação financeira sem atravessar os riscos das imobilizações de capital exigidas pelas atividades diretamente produtivas, a financeirização sequer aparece como conceito, muito menos como um problema nas teorias econômicas convencionais. Apologéticas das finanças liberalizadas por suas facilidades de lucro rápido com os menores custos e riscos possíveis, as análises ortodoxas permanecem alheias às consequências sociais que esse fenômeno provoca. Nesse contexto, os Estados nacionais são premiados a implementarem reformas institucionais, difundidas como necessárias, para que as economias possam desfrutar de trajetórias de crescimento e desenvolvimento sustentáveis. Os argumentos ideológicos do neoliberalismo passam a ser veiculados rotineiramente nos discursos oficiais e midiáticos como se fossem resultados de pesquisas científicas plenamente corroborados em estudos empíricos sobre a experiência histórica dos países que efetivamente se desenvolveram.



**Figura 2**  
**A financeirização leva à captura dos Estados nacionais e ao desmonte das estruturas de bem-estar social**



Fonte: elaboração própria.

Dentre eles, destacam-se as visões catastrofistas acerca do envelhecimento demográfico, pela redução da população de contribuintes dos sistemas públicos de previdência; a queda da poupança, considerada variável necessária para financiar o investimento, a rigidez das relações de trabalho tanto no setor público quanto privado, etc. Como “saída”, as teorias ortodoxas em suas versões neoliberais propõem reformas institucionais frontalmente anticonstitucionais, pois quase todas implicam mudanças na Constituição que de fato a faz involuir para uma outra, de cunho liberal-mercantil, com escassos direitos sociais assegurados, e transferindo para a provisão privada os serviços anteriormente considerados como serviços públicos garantidos pelo Estado. Utiliza-se o argumento da necessidade de reformas trabalhistas que flexibilizem as relações de emprego, mas que na prática legalizam a ocupação em condições precárias de remuneração e acesso aos direitos trabalhistas e previdenciários.

Por seus impactos multissetoriais, a financeirização é um fenômeno que não se restringe ao campo da economia. Ela afeta os comportamentos dos consumidores e dos empresários, conformando suas expectativas à crença de que os ativos financeiros possuem a propriedade intrínseca e inesgotável de autovalorizar-se independentemente das condições de produção de riqueza concreta nos setores diretamente produtivos. Como se a acumulação de papéis e de direitos de propriedade tivesse sempre alguma correspondência com o volume de bens e serviços realmente oferecidos.

Mas sua influência é ambígua, pois se de um lado estimula a alocação financeira das poupanças familiar e empresarial, ao mesmo tempo expande, via crédito e superendividamento, o consumo da população sem ser capaz de elevar a taxa de investimento que permitiria expandir a capacidade produtiva instalada em um ritmo compatível com o crescimento da demanda. Isso ocorre porque a financeirização impõe às empresas não-financeiras a racionalidade característica do gestor de carteira, dos bancos, dos acionistas e elites rentistas que operam nas bolsas de valores e no mercado de títulos da dívida pública e sob um horizonte temporal que normalmente se restringe aos curto e médio prazos.

As decisões empresariais são então pautadas pela exigência de taxas muito mais altas de retorno sobre o capital imobilizado, uma vez que este representa maior risco por sua baixa liquidez, o que provoca o adiamento ou o cancelamento de inúmeros projetos de investimento produtivo fundamentais à economia e sociedade. Tecnicamente, a taxa de rentabilidade real de referência para os projetos de investimento em atividades diretamente produtivas e, portanto, essenciais à melhora sustentável das condições de vida da população, passa a ser determinada e imposta pela alta finança, segundo os seus critérios de avaliação

de risco, liquidez e ganhos rentista-financeiros impossíveis de serem auferidos por empreendedores que precisariam imobilizar capital em atividades diretamente produtivas.

Se for considerado que o objetivo essencial dos proprietários de capital (empresários, rentistas, banqueiros, aplicadores, etc.) é a sua contínua revalorização, a expansão do valor inicial investido, e se esse objetivo pode ser mais facilmente alcançado sem os riscos e as incertezas inerentes à formação bruta de capital fixo, então, o investimento produtivo será preterido em prol de ativos financeiros, não importando os impactos negativos que essa decisão (microeconômica) possa causar (macroeconomicamente) ao país. Afinal, o objetivo dos capitais privados é a busca de sua revalorização contínua e por isso não podem possuir objetivos sociais e de desenvolvimento *ex ante*, tal como veiculado nos discursos dos proponentes do neoliberalismo. Empresas são abertas para gerarem lucros e não para criarem empregos, pagarem salários e assim contribuir para o desenvolvimento social. Finalidades sociais são resultados que se lhes associam apenas *ex post*, como efeitos externos ou colaterais, visto que derivados, sem intencionalidade prévia, dos objetivos primordiais de lucro e acumulação de capital.

Um corolário dessa constatação empírica de consequências fundamentais é que o **Estado surge como a instituição capaz de ter objetivos sociais e de desenvolvimento *ex ante*, tanto através das políticas públicas quanto da política econômica e do planejamento público.** Suas organizações e instituições, embora sempre condicionadas pelos interesses privados e mercantis, podem transcendê-los em nome da coerência macroeconômica e da coesão

social. Porém, os processos de financeirização constroem o Estado no que lhe concerne social e institucionalmente atuar, transferindo ao setor privado esses objetivos que não lhe cabem por lógica e natureza. Rejeitam assim a história do desenvolvimento das nações em prol de teorias e ideologias econômicas que, apesar de sua argumentação lógica, não refletem a realidade das relações Estado-economia que facultaram o desenvolvimento dos países.<sup>17</sup>

A mercantilização dos serviços públicos e sua substituição pela provisão privada é outro efeito da financeirização, sendo promovida pelos setores que apoiam as reformas neoliberais do Estado, precisamente por serem seus maiores beneficiários diretos. Porém, ao mesmo tempo em que inibe o escopo de atuação do setor público no âmbito das políticas sociais e de desenvolvimento, a mercantilização o torna, contraditoriamente, ainda mais necessário pela impossibilidade estrutural de uma substituição completa da provisão pública dos serviços de saúde, educação e previdência por sua oferta privada, que por natureza é inteiramente dependente da renda da população.

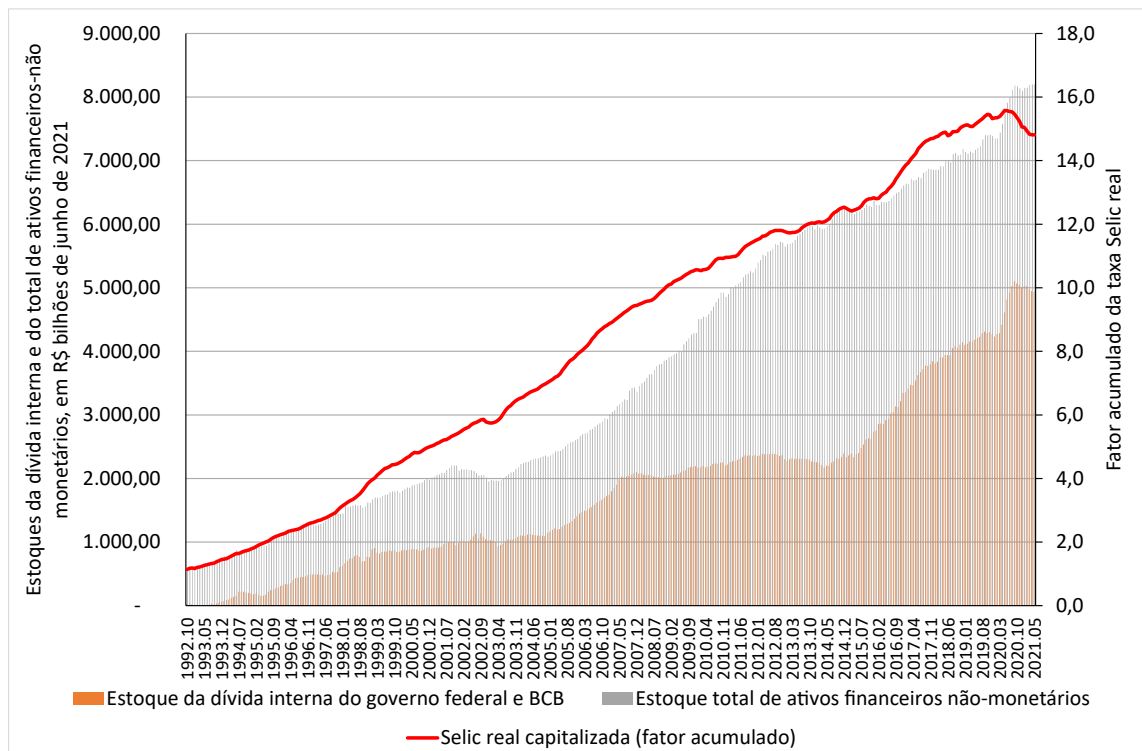
#### **4.2 Um indicador de captura do Estado: o endividamento público interno onerosamente financiado em termos de prazos e encargos**

Considerando-se que a funcionalidade do endividamento público interno no Brasil ultrapassa os objetivos de gestão de liquidez através do mercado aberto e as necessidades de financiamento do governo seja para os gastos sociais, seja para o investimento público, sua análise deve ser inserida no contexto da financeirização usurária.

---

17 Ha Joon Chang em seu livro *Chutando a Escada* analisa a experiência histórica dos países que se desenvolveram mediante adoção de políticas ativas de seus Estados nacionais e que contrasta com o discurso liberal que difundem entre os países periféricos, após terem alcançado o status de desenvolvidos.

**GRÁFICO 14**  
**Selic real capitalizada, dívida pública interna e estoque**  
**total de ativos financeiros não-monetários (1992 - 2021)**



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do BCB e IBGE.

O Gráfico 14 mostra como evoluíram as séries dos estoques totais da dívida interna do governo federal e do Banco Central, juntamente com o fator acumulado da taxa Selic real, entre outubro de 1992 e maio de 2020, refletindo a capitalização composta que responde pela acumulação desses ativos financeiros. Ao longo de todo esse período, os juros reais acumulados por essa taxa oficial teriam permitido multiplicar em mais de 14 vezes um capital aplicado desde 1992 sob essa taxa. É clara a correlação positiva entre essas variáveis e a acumula-

ção da renda real de juros propiciada por essa taxa oficial de juros que, apesar disso, mantém-se muito inferior às taxas de juros cobradas em outros produtos e serviços ofertados pelo mercado bancário-financeiro privado. Dificilmente, um capital investido em ativos fixos produtivos poderia alcançar essa taxa de valorização, sobretudo com um grau de risco muito menor quando comparado aos capitais que buscam valorizar-se através de imobilizações em atividades produtivas.

## 5. Considerações Finais

"Há sempre uma alternativa à propriedade de capital real, notadamente, a propriedade de moeda e dívidas"

(John Maynard Keynes, *A Teoria Geral*)

A financeirização é um resultado das transformações estruturais do sistema capitalista e expressa o predomínio dos interesses do setor bancário-financeiro e das elites rentistas em detrimento da obtenção de lucro através dos investimentos em atividades diretamente produtivas, únicas geradoras de renda e de riqueza concreta. Boyer (2015) argumenta que sob a *Golden Age* do capitalismo nos países da OCDE (1945-1975), as finanças estavam a serviço do crescimento e do desenvolvimento socioeconômico. Atualmente, encontram-se a serviço de detentores de capital, do mercado bancário-financeiro e das elites rentistas, em geral, alheias às necessidades da população. Essas constatações convergem para a percepção de que os governos deveriam adotar novas medidas institucionais para "disciplinar as finanças e organizar a internacionalização", como sugere esse economista. Mas que governo e em que condições políticas poderia fazê-lo se a financeirização reproduz-se precisamente porque é capaz de recriar as regularidades macroeconômicas que lhe asseguram a permanência através do controle das instituições do Estado?

As evidências empíricas permitem classificar a financeirização da economia brasileira como usurária. A cobrança de taxas reais de juros muito acima dos padrões internacionais não é explicável por fatores relacionados à inadimplência, marco regulatório, incertezas conjunturais ou de convenções pró-conservadorismo na política monetária. O caráter predominantemente rentista do sistema bancário brasileiro dificilmente poderia ser justificado por condições que não lhes sejam endógenas e altamente convenientes aos interesses das

elites financeiras. A elevada concentração do mercado bancário-financeiro com apenas cinco grandes bancos respondendo por mais de 87% das operações de crédito também exerce seu peso de maneira inconteste. Com enormes barreiras à entrada garantida pela atual regulação vigente e com um Estado e Banco Central cujas ações lhes endossam as estratégias de revalorização e a acumulação patrimonial, a maximização das receitas de juros e de tarifas de serviços extrapolam qualquer parâmetro que lhes pretenda conferir uma justificativa econômica fora dos interesses da acumulação rentista e usurária. Trata-se, portanto, de um sistema financeiro eminentemente disfuncional, cuja oferta de crédito ao consumo e ao investimento são incompatíveis com as necessidades do crescimento e do desenvolvimento econômicos do Brasil.

Do ponto de vista social, a dominância financeira fortemente baseada na acumulação da renda de juros mina as instituições da democracia porque restringe as ações do Estado para garantia dos direitos sociais. Uma das características mais deletérias do processo de financeirização usurária que promove as políticas de austeridade fiscal e as reformas ultraliberais do setor público. Um país ainda em construção, caracterizado por grandes heterogeneidades regionais e desigualdades sociais como o Brasil, tem seu processo de desenvolvimento bloqueado pela financeirização que limita as ações do Estado, para conformá-las às concepções do pensamento econômico pré-keynesiano e neoliberal. Apreende as finanças públicas com a mesma lógica das finanças privadas de famílias e empresas, abstraindo-se de suas especificidades como o poder estatal da tributação e da emissão de moeda. A política monetária restritiva prioriza os interesses da revalorização rentista e de curto prazo dos capitais, enquanto a política fiscal a reforça, convertendo-se num expediente de ge-



ração de caixa para a União. Subprodutos da financeirização da economia brasileira e da captura do Estado pelas elites rentistas e proprietária de bancos, elas atestam a perda de autonomia das ações governamentais, mesmo diante de uma pandemia de alta complexidade e gravidade. Nesse contexto, tanto a EC 95 quanto a Lei de Responsabilidade Fiscal são sintomáticas da intrusão dos interesses da alta finança no Estado nacional brasileiro. Limitam os gastos sociais e o investimento público, enquanto deixam de fora de qualquer teto às despesas financeiras com juros da dívida pública, uma vez que essas são receitas do capital rentista e usurário nesse regime de acumulação financeira.

Deixando-se de lado as pretensões de neutralidade derivadas das análises ortodoxas, plena de positivismo a-histórico, nenhum processo ou fenômeno econômico existe e se reproduz à revelia dos interesses de segmentos ou classes sociais que dele se beneficiam. Se a financeirização existe a partir dos vínculos institucionais que mantêm entre setor público e setor privado, é preciso que as análises explicitem esses canais e mostrem como aprofundam as desigualdades sociais e retardam o processo de desenvolvimento econômico do país. Tendências históricas, mesmo que inerentes à lógica e natureza das economias capitalistas, não devem ser apreendidas como fenômenos naturais a serem analisadas numa perspectiva mecanicista ou determinística. Diferentemente do que ocorre com as leis naturais, físicas ou biológicas, as regularidades comportamentais de fenômenos econômicos como a financeirização dependem de opções políticas e institucionais que lhes permitiram surgir e que, mantidas enquanto tais, a reproduzem a despeito das adversidades que geram para a economia e sociedade. Porém, não sendo elas irreversíveis, podem ser alteradas em prol da melhoria das condições de vida da população.

Três possíveis cenários para a próxima década podem ser considerados com base na análise proposta neste capítulo. O primeiro, que se poderia chamar de otimista, seria o de **desfinanceirização** da economia brasileira a partir de pressões da sociedade e da chegada à administração pública federal de forças políticas contrárias à continuidade da hegemonia do setor bancário-financeiro por suas consequências adversas para os demais setores econômicos. A concretização desse cenário exigiria o enfrentamento das condições institucionais que converteram o setor bancário-financeiro brasileiro num extrator de renda e riqueza gerado pelo setor produtivo. É claro que se esperaria forte oposição das elites rentistas e proprietárias de bancos nesse cenário, mas sua resistência poderia ser vencida com o apoio de amplos segmentos da sociedade em torno de um novo pacto político que reúna os setores prejudicados pela financeirização da economia.

O segundo cenário que se poderia antever seria o da **continuidade do regime de acumulação rentista-financeiro**, reproduzindo a articulação estrutural dos interesses do setor bancário-financeiro com o setor exportador de commodities e às expensas do desenvolvimento socioeconômico sustentável do país. Esse cenário intermediário manteria a economia em sua atual trajetória de desindustrialização ou de especialização regressiva, convertendo o Brasil num país essencialmente primário-exportador com uma sofisticada plataforma de acumulação rentista-financeira como seu centro decisório, continuando a pautar as reformas neoliberais do Estado e as políticas de austeridade fiscal. O país teria sua economia voltada prioritariamente para os lucros desses dois setores ganhadores, promovendo a acumulação de riqueza no topo da pirâmide de distribuição enquanto aprofundaria a pobreza e o encolhimento das classes médias.

O terceiro cenário seria o pessimista e de-

correria da permanência e aprofundamento das condições estruturais e conjunturais que tornaram o segundo cenário possível. A **financeirização usurária** atingiria um paroxismo que terminaria exaurindo as bases econômicas e sociais de sua própria reprodução, na medida em que destruiria completamente a coerência macroeconômica e a coesão social, levando a economia e a sociedade brasileiras à uma grave crise estrutural. Um dos principais vetores desse cenário decorreria da captura total do setor público brasileiro pela alta finança, convertendo o Estado brasileiro em um Estado mínimo, na prática, privatizado, pois completamente servil aos interesses da acumulação rentista-financeira e às demandas do setor exportador de commodities. Com a economia completamente desindustrializada, os ganhos de produtividade seriam extremamente baixos, provocando queda intensa do crescimento do PIB per capita. Os investimentos e gastos sociais seriam muito reduzidos, aumentando a concentração da renda e de riqueza e deteriorando drasticamente as condições de vida da população. As taxas de crescimento econômico tenderiam a ser ainda mais reduzidas e voláteis devido à ênfase que esse

regime põe sobre os salários como custo de produção, levando à atrofia do mercado de consumo interno que somente através de níveis elevados de superendividamento familiar e empresarial poderia adquirir algum dinamismo temporário, até que a inadimplência dispare e interrompa o ciclo expansivo de consumo, fazendo explodir a violência e o descontentamento social.

Como os fenômenos econômicos não estão inscritos nem evoluem segundo um determinismo mecanicista e inescapável, pois dependem das ações humanas conscientes, as probabilidades para a ocorrência de cada um desses três cenários não podem ser estimadas *ex ante*. Mais uma vez a história nos revela que de fato nunca está inteiramente escrita. Seu desfecho dependerá, como sempre foi, da dimensão política que estabelecerá as relações de forças sociais necessárias, seja à superação da financeirização sob controle do poder público e nos quadros da democracia, ou então à sua continuidade até que uma crise endógena, com impactos sociais e econômicos de alta gravidade lhe desestruture e lhe supere por dentro e definitivamente.

## Referências

AGLIETTA, M. (2001). *Macroéconomie financière. 1. Finance, croissance et cycles*, La Découverte, Repères.

AGLIETTA, M. (2001). *Macroéconomie financière. 2. Crises financières et régulation monétaire*, La Découverte, Repères.

ARAÚJO, E., BRUNO, M., & PIMENTEL, D. (2012), *Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox*. *Revue de La Régulation. Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*.

BARROS, L. C. M. de. *A moeda indexada: uma experiência brasileira*. v. 2 n. 1: ago.1993[2]. Economia e Sociedade.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A, BOONE, L. et COUDERT, V. (1998). *Les taux d'intérêt*. La Découverte, Repères.

BOYER, Robert. (2015), *Économie politique des capitalismes: théorie de la régulation et des crises*. La Découverte, Paris, 2015

BRAGA, J. C. (2017). *For a political economy of financialization: theory and evidence*.

Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 829-856, dez. 2017.

BRESSER-PEREIRA, L. C. DE PAULA, L. F. & BRUNO, Miguel. (2020). *Financialization, coalition of interests and interest rate in Brazil*. 27 | *Révue de la Régulation*, 1er semestre/spring 2020.

BRUNO, Miguel. (2021) *Entre a crise pandêmica e o pré-keynesianismo institucionalizado: a agonia social e econômica brasileira*. Revista NECAT – Ano 10, nº 19, Jan-Jun/2021

BRUNO, Miguel (2019). *O ambiente macroeconômico brasileiro e o investimento industrial: uma análise dos fatores estruturais e propostas para ações governamentais*. Estudo IEDI, agosto/2019.

BRUNO, Miguel & CAFFE, Ricardo. (2012). *Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017.

BRUNO, Miguel. (2013). *Brasil 2013: anatomia de um modelo e inventário de suas (des)ilusões*. <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Brasil-2013-anatomia-de-um-modelo-e-inventario-de-suas-des-ilusoes/7/28505>.

BRUNO, Miguel. Diawara, Hawa,, Araújo, Eliane., Reis, Anna Carolina & Rubens, Mário (2011). *Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. Econ. 31 (5), Revista de Economia Política, 2011.

BRUNO, Miguel. *Régulation et Croissance Économique au Brésil après la libéralisation: un régime d'accumulation bloqué par la finance*. 3/4 | 2e semestre/Autumn 2008; Normes et institutions de la finance. [Revue de la régulation](#). Capitalisme, institutions, pouvoirs.

COSTA, Fernando N. da. *Crítica à ideia de financeirização. Conduzir para não ser conduzido*. Coletânea de estudos sobre finanças. Blog da Cidadania & Cultura, maio de 2021.

EPSTEIN, Gerald. *Financialization, rentier interests and Central Bank Policy*. PERI Conference on "Financialization of the World Economy", December, 2001;

FINE, B., (2013). *Financialization from a Marxist Perspective*. *International Journal of Political Economy*, 42(4), pp. 47-66.

GENTIL, D. (2020), *Dominância financeira e o desmonte do sistema público de previdência social no Brasil*. Castro e Pochmann (org.). Brasil, Estado Social contra a Barbárie. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, pp. 419-43.

GENTIL, D. L. *Ajuste fiscal, privatização e desmantelamento da proteção social no Brasil: a opção conservadora do governo Dilma Rousseff (2011-2015)*. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, n.o 46, jan.-abr., 2017.

HARRIBEY, J-M. (2000). *La financiarisation de l'économie et la création de valeur. Document de travail. n. 45*. Centre d'économie du développement, Université Montesquieu-Bordeaux IV – France.

HERRERA, William, Strauch, Júlia & Bruno. Miguel. (2020), *Economic complexity of Brazilian states in the period 1997-2017*, Area Development and Policy, DOI: 10.1080/23792949.2020.1761846, <https://doi.org/10.1080/23792949.2020.1761846>.

KARWOWSKI, E. and STOCKHAMMER, E., (2017). *Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies*. *Economic and Political Studies*, 5(1), pp.60-86.

KRIPPNER, G., (2005). *The financialization of the American economy*. *Socio-Economic Review* 3(2), pp. 173-208.

LAPAVITSAS, C., (2011). *Theorizing financialization*. *Work, Employment & Society*, 24(4), pp. 611-624.

MADER, P., MERTENS, D. and VAN DER ZWAN, N. (2020). *Financialization: An Introduction*. In P. Mader, D. Mertens and N. van der Zwan (eds.) *The Routledge International Handbook of Financialization* (pp. 1-16). Abingdon: Routledge .

MEDIALDEA, Bibiana. *Brazil: an economy caught in a financial trap (1993-2003)*. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 33, no 3 (132), pp. 427-445, July-September/2013.

MAGDOFF, H. and SWEEZY, P., (1987). *Stagnation and the Financial Explosion*. New York: Monthly Review Press.

PAGLIARI, S. e YOUNG, K. L. (2020). *How financialization is reproduced politically*. In *The Routledge International Handbook of Financialization*. Edited By Philip Mader, Daniel Mertens, Natascha van der Zwan. 1 st Edition.

PALLEY, T.I., (2008). *Financialization: What It Is and Why It Matters*. In Hein, E., Niechoj, T., Spahn, H.-P., and Truger, A., (eds.) *Finance-Led Capitalism: Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*. Marburg: Metropolis, pp. 29-60.

PRATES, D. M. (1999) A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. *Revista de Economia Política*, São - Paulo - SP, v. 19.

STOCKHAMMER, E., (2004). *Financialisation and the slowdown of accumulation*. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), pp. 719-741.

STORM, S., 2018. *Financialization and economic development: a debate on the social efficiency of modern finance*. *Development and Change*, 49(2), pp. 302-329.

STREECK, W. (2013). *The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development and the Restructuring of the State*. MPIfG Discussion Paper 13/7.

VAN DER ZWAN, N., (2014). *Making Sense of Financialization*. *Socio-Economic Review*, 12(1), pp. 99-129.

VAN TREECK, T. (2009): *The political economy debate on 'financialization' – a macroeconomic perspective*. *Review of International Political Economy*, 16(5), pp. 907-944.

GRUPPI, L. 1978. *O conceito de hegemonia em Gramsci*. Rio de Janeiro: Graal.

GRAMSCI, A. 2002. *Cadernos do cárcere*. Vol. 5. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.



## 2 Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI

*Ilan Lapyda<sup>1</sup>*

### Resumo

Principalmente desde a integração do Brasil à mundialização financeira nos anos 1990, os investidores institucionais – agentes privados das finanças relativamente recentes – ganharam importância. Nesse sentido, é fundamental observar a evolução desses agentes nas últimas décadas, de modo a dimensionar sua relevância e compreender a sua atuação. Para tanto, este artigo analisa dados referentes, sobretudo, a fundos de investimento e de previdência complementar. Apresentam-se também um breve histórico da mundialização financeira, a fim de contextualizar as mudanças ocorridas, e considerações sobre os bancos e a bolsa de valores – instituições fundamentais no capitalismo, e para a financeirização em particular. As principais conclusões são: os investidores institucio-

nais não só aumentaram em quantidade e se mantiveram muito concentrados como ampliaram fortemente o volume de recursos geridos, tornando-se agentes fundamentais do sistema financeiro brasileiro; devido à terceirização da gestão de recursos, os fundos de investimento se destacam entre os investidores institucionais; os bancos sofreram rodadas sucessivas de concentração e controlam boa parte do setor de seguros, de previdência e de fundos de investimento – permanecendo os agentes centrais das finanças no país; a alocação expressiva em títulos de dívida pública por parte de bancos e investidores institucionais sugere que o rentismo sobre o orçamento público, um dos pilares da financeirização em geral, possui uma importância particular no Brasil.

---

1 Sociólogo formado pela Universidade de São Paulo (USP) com intercâmbio de um ano na Universidade de Paris 10 - Nanterre, possui mestrado e doutorado em sociologia pela mesma instituição.

## 1. Introdução

A financeirização é, sob muitos aspectos, um fenômeno abstrato, e sua definição é controversa – com múltiplas formas de concebê-la e diversos índices para sua aferição. Mesmo sua existência é por vezes questionada ou ignorada (sobretudo pela visão econômica ortodoxa). Para esse quadro contribui ainda a sua complexidade, uma vez que ela envolve uma série de questões econômicas (macro e micro), sociais e políticas, fazendo-se sentir na organização das empresas, na atuação do Estado, na conformação das classes sociais e do mundo do trabalho, no comportamento de pessoas e instituições – sem mencionar os efeitos sobre as relações entre países, regiões e blocos, principalmente de cunho imperialista. Assim, os impactos da financeirização são, por outro lado, bastante concretos, embora sua origem nem sempre fique evidente.

Dentre as consequências do processo de financeirização apontadas por diversos autores nas últimas décadas, podem-se citar: o predomínio da fração financeira da classe capitalista; a irrupção recorrente de crises financeiras e a instabilidade macroeconômica permanente dos países, sobretudo da periferia do sistema; a redução das taxas de investimento produtivo e financeirização tanto das atividades das empresas do setor não financeiro quanto das políticas sociais; o endividamento de Estados e famílias; a intensificação das “reestruturações produtivas” e fusões/aquisições de empresas, levando a terceirizações, deslocalizações da produção, demissões em massa e precarização do trabalho no centro do capitalismo – com repercussões no mesmo sentido na periferia.

François Chesnais, um dos pioneiros nos estudos sobre o que ele chamou, já nos anos 1990, de regime de acumulação com dominância financeira ou regime de acu-

mulação financeirizado, destacou o caráter eminentemente global do fenômeno, empregando o termo “mundialização financeira” (CHESNAIS, 1998a) a fim de caracterizar a configuração contemporânea da integração dos capitais. Ressaltou, ainda, dando também maior concretude ao processo, que a mundialização financeira não paira no ar, mas é realizada pelos principais operadores financeiros. Diversos outros autores – ex. Farnetti (1998) e Sauviat (2005) – mostraram o papel de destaque que agentes financeiros relativamente novos ganharam a partir das décadas finais do século XX. Trata-se dos investidores institucionais (fundamentalmente: fundos de investimentos, fundos de pensão e seguradoras), que passaram a rivalizar com os bancos na centralização do capital monetário ao reunirem em suas mãos trilhões de dólares. Devido à regulação relativamente mais frouxa sobre eles, sua ascensão implicou transformações em vários âmbitos do capitalismo, tais como nos próprios bancos, na gestão das empresas e na poupança dos trabalhadores.

No Brasil, apesar de algumas especificidades, não foi diferente. Principalmente desde a integração do país à mundialização financeira nos anos 1990, os investidores institucionais ganharam importância. Nesse sentido, é fundamental observar a evolução desses agentes nas últimas décadas, de modo a dimensionar sua relevância e compreender a sua atuação. Para tanto, são analisados alguns dados referentes, sobretudo, a fundos de investimento e de previdência complementar. Antes, porém, apresentamos um breve histórico da mundialização financeira, a fim de contextualizar as mudanças ocorridas, e algumas considerações sobre os bancos e a bolsa de valores, instituições fundamentais no capitalismo, e para a financeirização em particular.

## 2. Breve histórico da mundialização financeira

Chesnais delinea três etapas na consolidação da mundialização financeira. A primeira delas (1960-1979) se iniciou ainda no contexto fordista e dos Acordos de Bretton Woods (1944), quando os sistemas monetários e financeiros eram compartimentados e havia uma situação de finanças administradas e internacionalização limitada do capital de aplicação financeira. Surgiam então sinais da grande crise de sobreacumulação do capital dos anos 1970,<sup>2</sup> e começava a se formar uma massa expressiva de capital monetário em busca de valorização, derivada principalmente do lucro não reinvestido das empresas. Esse estoque de riqueza encontrou refúgio na City de Londres, para onde afluíram com maior intensidade quando o fordismo definitivamente se esgotou e a economia mundial entrou em recessão. Tal situação assinala, assim, o prelúdio da constituição do poder da finança: a internacionalização financeira “indireta” (CHESNAIS, 1998b, p. 24) – pois o mercado de eurodólares da City era o único meio de comunicação em larga escala dos capitais monetários de diversos países. No final dos anos 1960, ataques contra a libra esterlina e o dólar marcaram o retorno das atividades financeiras especulativas e o início de uma reorganização do mundo financeiro. O sistema de câmbio fixo foi colocado em xeque em 1971 por decisão unilateral dos EUA de eliminar o lastro em ouro de sua moeda, e definitivamente enterrado em 1973, quando o câmbio flexível foi de fato adotado. Desse modo, o mercado de câm-

bio foi o primeiro elemento a ingressar na mundialização financeira.

O “golpe de estado” que instaurou de fato a “ditadura dos credores”<sup>3</sup> já se evidenciou na segunda etapa do processo – de desregulamentação e liberalização financeiras –, que se iniciou com as medidas tomadas pelos governos Ronald Reagan (Paul Volcker no *Federal Reserve*) e Margaret Thatcher, nos EUA e na Inglaterra, respectivamente (entre 1979 e 1981). Foi nesses dois países, segundo Chesnais, que primeiro se reuniram condições políticas e sociais para a afirmação do poder da finança. Visou-se, inicialmente, à eliminação de uma dupla barreira: entre os diferentes mercados internos (especializações bancárias e financeiras), por um lado, e os controles impostos ao movimento de capitais com o exterior, por outro (CHESNAIS, 1996, p. 264). Houve, assim, uma liberalização dos sistemas financeiros desses países tanto internamente como para fora. Assitiu-se, então, a uma perda de controle dos países sobre parte de suas decisões econômicas, ao surgimento de inúmeros produtos financeiros novos e ao progressivo fortalecimento dos investidores institucionais. Além disso, foi a vez da incorporação dos mercados de títulos da dívida pública à mundialização financeira, através de sua securitização. A expressiva elevação dos juros nos EUA no final dos anos 1970 e início dos 80 completou esse processo ao criar um enorme efeito ‘bola de neve’ no crescimento da dívida pública.

A partir do ‘*Big Bang*’ da City,<sup>4</sup> ingressou-

2 Segundo Marx, a própria acumulação de capital erige contraditoriamente barreiras à sua continuidade. A “sobreacumulação”, portanto, refere-se à situação na qual o reinvestimento no mesmo empreendimento/setor, ao produzir taxas de lucro decrescentes devido aos próprios limites de valorização, cria entraves ao processo de acumulação de capital.

3 Expressões empregadas por Chesnais (2005, p. 39–40). Isso mostra como o autor enfatiza o aspecto político da financeirização (ligado a interesses de frações da classe capitalista), embora esta só tenha podido se afirmar a partir de uma configuração específica em que o capitalismo se encontrava.

4 Conjunto de medidas liberalizantes colocadas em prática num curto espaço de tempo na praça financeira lon-

-se então na terceira fase (1986-1995) da mundialização financeira. Após a inclusão dos mercados de câmbio e de títulos da dívida – que continuaram crescendo e abrindo cada vez mais transações –, foi a vez dos mercados acionários serem abertos e desregulamentados em todo o mundo. Aos poucos, os dividendos se tornaram um mecanismo essencial de transferência de renda, o que elevou o mercado de ações à posição de “pivô mais ativo” (CHESNAIS, 2005, p. 42) da acumulação financeira – enquanto os derivativos também se multiplicaram exponencialmente. Ocorre, assim, uma generalização da arbitragem: os capitais buscam as melhores oportunidades de valorização em diferentes mercados de diversos países, acirrando a concorrência entre eles e dinamizando os fluxos de capital.

Por fim, outro elemento que caracteriza e coroa a terceira etapa da mundialização financeira é a incorporação dos mercados de países de fora do centro ao longo dos anos 1990. Premidos por seu endividamento e pela desregulamentação dos demais países, eles foram impelidos, sob forte pressão dos EUA e do FMI, a se inserirem na mundialização financeira. É precisamente o que ocorre no Brasil sob os governos neoliberais da época, que promoveram uma rápida abertura comercial e financeira, privatizações e reformas administrativas visando “enxugar” o Estado, almejando liberar recursos que, na realidade, foram em grande parte canalizados para o pagamento de juros da dívida pública. É nesse contexto, pois, que os investidores institucionais florescem no país.

### 3. Bolsa de Valores

Embora o objetivo deste texto seja analisar os agentes relativamente novos da fi-

nanceirização (no sentido de terem surgido mais recentemente ou porque seu papel no funcionamento do capitalismo só tenha ganhado relevância há algumas décadas), antes é preciso passar em revista dois tipos de instituições incontornáveis: bolsa de valores e bancos. Cabe ressaltar que a financeirização não se confunde com eles – na medida em que estes são muito mais antigos (surgiram há séculos) –, mas está associada a uma situação em que capital fictício, crédito e atividades financeiras em geral adquirem volume e importância específicos na economia e na sociedade como um todo.

Além disso, o desenvolvimento da financeirização levou ainda à criação ou impulso de “novíssimos” agentes (ou modalidades dos já existentes), que, no entanto, não serão tratados aqui: os bancos de investimento, por exemplo, tornaram-se peças fundamentais nos vultosos processos de fusões e aquisições de empresas nas últimas décadas. Os fundos soberanos, pertencentes a Estados, multiplicaram-se nos anos 2000 e passaram a gerir trilhões de dólares, assim como os fundos de investimento em participação (fundos de *private equity*). Há ainda modalidades menos expressivas quantitativamente, porém reveladoras dos atuais rumos tomados pelas formas de financiamento: os fundos patrimoniais, por exemplo, têm sido cada vez mais empregados para sustentar certas atividades ou instituições (sobretudo culturais), como museus, universidades e fundações.

Começando pelas bolsas de valores, trata-se de instituições fundamentais, na medida em que abrigam um volume enorme de transações financeiras, conectam mais facilmente investidores de diferentes partes do mundo (elevando a mobilidade do capital), fornecem segurança, agilidade e

---

drina, o que acabou pressionando os mercados de outros países a também realizarem mudanças nesse sentido. Uma das consequências foi a concentração bancária que deu origem a grandes bancos de investimentos.



uniformização às operações e auxiliam na “precificação” de ativos. No Brasil, há atualmente apenas uma grande bolsa de valores de fato em funcionamento,<sup>5</sup> a “B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão”, localizada em São Paulo e tendo adquirido esse nome apenas em 2017, quando passou pela sua mais recente fusão (com a CETIP).<sup>6</sup> Naquele momento, ela se tornou a quinta maior bolsa do mundo em valor de mercado, valendo cerca de US\$ 13 bilhões (ALVES, 2017), embora em termos de capitalização de mercado dos ativos negociados ela estivesse bem abaixo. Atualmente, inclusive devido à recente desvalorização do real frente ao dólar, sua capitalização de mercado é inferior a US\$ 1 trilhão, colocando-a na 18ª posição mundial, ainda que primeira da América Latina.

A partir do ano 2000, quando ocorreu a integração das nove bolsas restantes no Brasil à então Bolsa de Valores de São Paulo, iniciou-se um movimento rápido de transformações operacionais e institucionais desta, bem como de centralização das atividades em São Paulo. Esse processo não foi por acaso, mas coroou a ascensão da cidade de São Paulo a centro financeiro incontestado do Brasil. No mesmo perío-

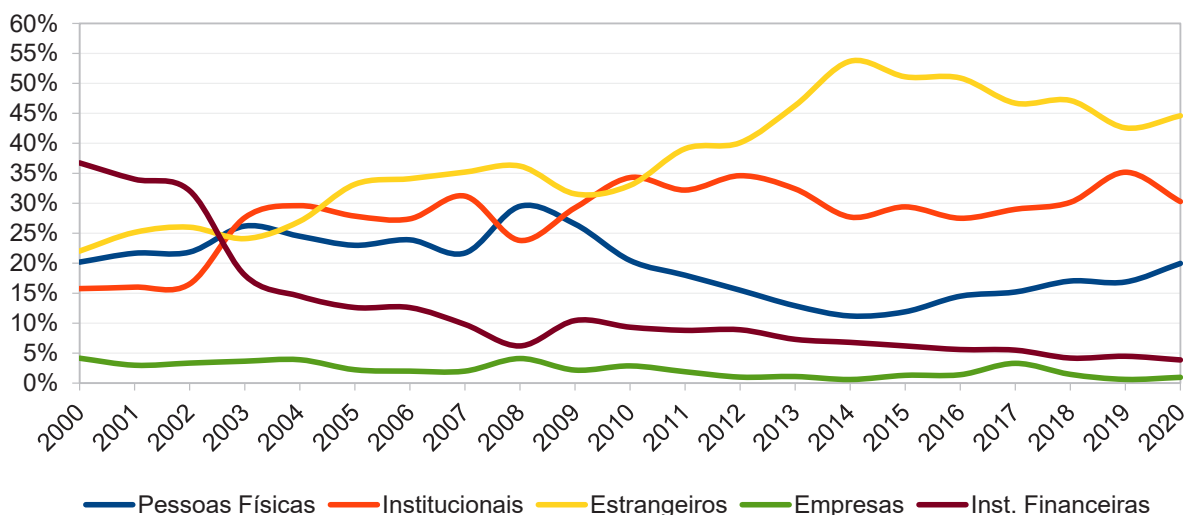
do, o mercado de derivativos sofreu igualmente uma forte expansão e se consolidou como um dos segmentos essenciais da B3. Com efeito, a desregulamentação financeira implementada no plano mundial gerou grande instabilidade macroeconômica nos países, levando as empresas a recorrerem cada vez mais aos derivativos financeiros como forma de proteção de suas operações (e, conseqüentemente, também de especular).

Conforme tendência apontada anteriormente, houve elevação da participação dos investidores institucionais na bolsa<sup>7</sup> (ver Gráficos 1 e 2): no volume do mercado à vista, ela era de 15,8% em 2000, chegando a 34,3% em 2010. Após ligeira queda entre 2013 e 2017, a participação volta a subir, atingindo um pico de 35% em 2019. No volume de derivativos, a participação se eleva de 24,5% em 2004 (dado mais antigo disponível) para 33,6% em 2010, com pico de 37% em 2012. Após alguns anos de queda, volta ao patamar de 2012 em 2018.

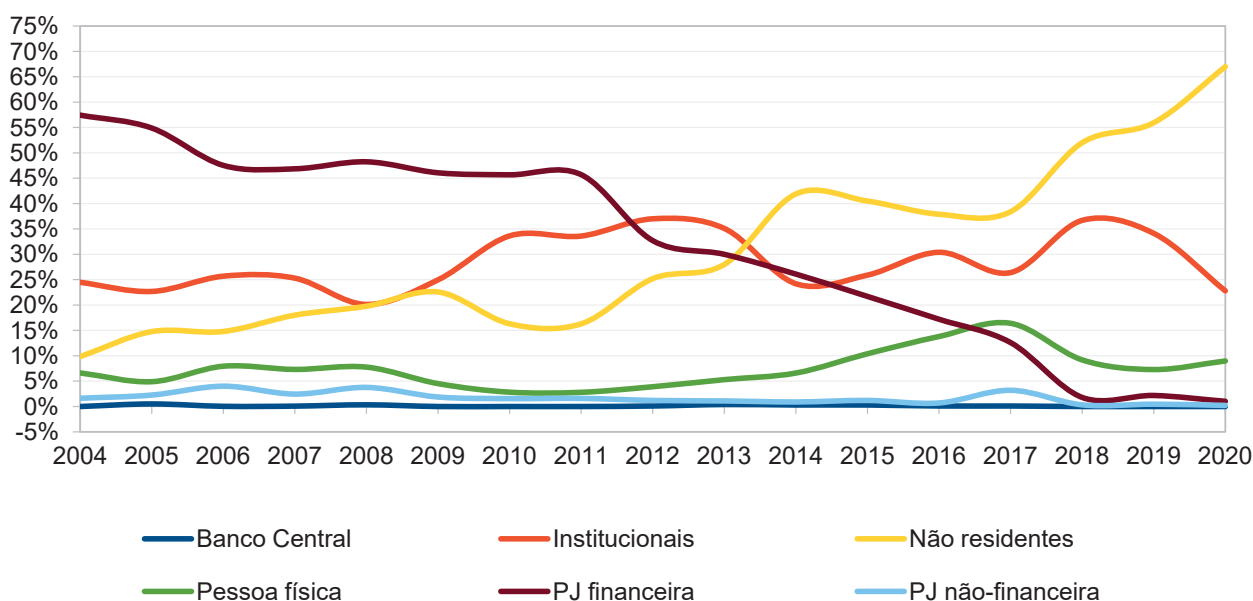
5 Ainda existem algumas bolsas regionais no país, mas elas servem a propósitos específicos, como a comercialização de produtos agropecuários, ou apenas divulgação do mercado e prestação de serviços a investidores. Atualmente, a B3 é a bolsa de valores oficial do Brasil e a única na qual se negociam ações.

6 Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados. Era uma entidade privada sem fins lucrativos, criada em 1984, que oferecia serviços de registro, negociação e liquidação de títulos privados (de renda fixa e derivativos). Chegou a ser a maior depositária desse tipo de títulos na América Latina. Em 2008, ao abrir seu capital, deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos.

7 E queda da participação de “instituições financeiras” (fundamentalmente bancos).

**Gráfico 1****Participação de investidores no volume financeiro, por tipo (Mercado à Vista)**

Fonte: Elaboração própria a partir de <https://ri.b3.com.br/pt-br/> - Banco de Dados (mar/2021).

**Gráfico 2****Participação de investidores no volume financeiro, por tipo (Derivativos de Índice)**

Fonte: Elaboração própria a partir de <https://ri.b3.com.br/pt-br/> - Banco de Dados (mar/2021).

Vale notar também a crescente “desnacionalização” da posse de ativos. A participação de “estrangeiros” no volume financeiro do mercado acionário se elevou e superou o de investidores institucionais a partir de 2011, saltando de 22% em 2000 para 33% em 2010. O pico se deu em 2014 (53,7%), quando passa então a retroceder na esteira da crise brasileira (ver Gráfico 1). A título de comparação, a evolução nos anos 2000 foi mais expressiva do que nos

demais BRICs (PARK, 2012, fig. 6). A obtenção do “grau de investimento” pelo Brasil em abril de 2008 contribuiu decisivamente para esse desempenho, na medida em que estimulou – e em alguns casos permitiu – a vinda de investidores estrangeiros (especialmente institucionais). A bolsa bateu seu recorde de pontos no mês seguinte (maio), que até hoje não foi superado (tanto em valores corrigidos pela inflação como em dólar), mesmo após a

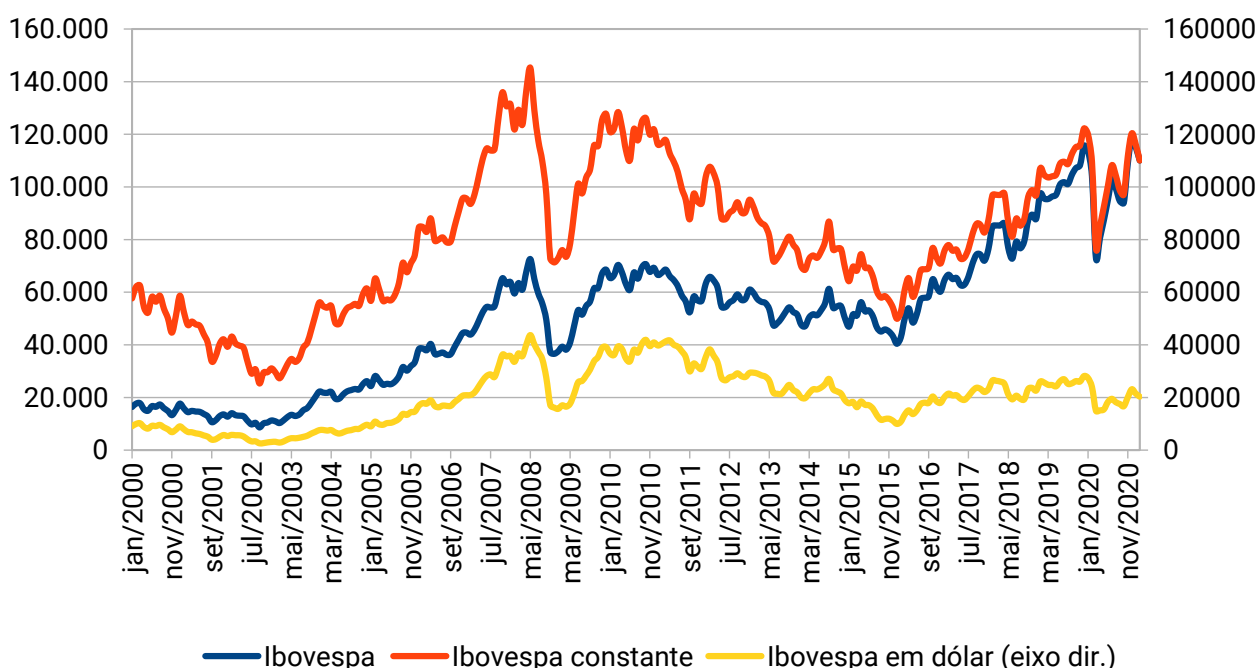
recuperação de 2016 a 2020 (ver Gráfico 3). No mercado de derivativos, o aumento da participação de “não residentes” foi ainda mais significativo.

Em conformidade com a crescente monopolização no capitalismo mundial (impulsionada no país pela abertura dos anos 1990), a quantidade de empresas listadas na bolsa caiu paulatinamente entre 1995 e 2006, de 550 para 350. Em agosto e setembro de 2019, o número de empresas atinge o mínimo histórico (326) e, a partir de julho de 2020, inicia uma elevação surpreendente em meio à crise causada pela pandemia, atingindo 363 empresas cotadas em março

de 2021.<sup>8</sup>

Segundo a B3 (2018b, 2018c), em fevereiro de 2018 oito empresas respondiam por metade da capitalização de mercado total e menos de 70 compunham o Ibovespa,<sup>9</sup> sendo mais da metade deste constituída da cotação de apenas cinco empresas. Além disso, cabe observar que aproximadamente 35% da composição total do índice correspondia a empresas de “serviços financeiros e intermediários financeiros” e que dentre as oito com maior capitalização de mercado na bolsa, cinco eram bancos (mais de 25% do total).

**Gráfico 3**  
**Ibovespa: corrente, constante e dolarizado**



Obs. Ibovespa em pontos, a valores correntes, a valores de fev/2021 (corrigidos pelo IPCA) e convertido em dólar.

Fonte: Elaboração própria a partir de Site B3 - Estatísticas Históricas - Evolução Mensal; Ipeadata - IPCA mensal; Ipeadata - dólar-venda-mensal-média.

8 Realizei um breve comentário sobre a estranheza desse fenômeno (LAPYDA, 2021).

9 Que, por sua vez, correspondia a cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro do mercado de capitais brasileiro (B3, 2018a).

Em resumo, houve concentração crescente da bolsa brasileira, assim como a ampliação da participação estrangeira e de investidores institucionais nela. Constata-se ainda o peso que o setor bancário possui no mercado acionário e algumas implicações disso: se, segundo o discurso amplamente propagado, a bolsa deveria mobilizar recursos para fomentar a produção das empresas e, por consequência, o desenvolvimento econômico, vê-se que parte expressiva desse montante é canalizada para alimentar as próprias instituições financeiras e suas atividades de intermediação (a rigor “improdutivas”<sup>10</sup>). Ainda que não fosse assim, é preciso ressaltar que o mercado secundário de ações não financia diretamente as empresas. Apenas as emissões primárias (IPO e *Follow On*) o fazem, e no Brasil elas são pequenas em relação ao total do volume na bolsa.<sup>11</sup> Ao mercado secundário cabe garantir a liquidez necessária aos títulos e “precificá-los”. Além disso, em um ambiente financeirizado, a proporção elevada de pagamento de dividendos e as operações de recompra de ações<sup>12</sup> podem fazer com que o fluxo do financiamento possa até se inverter (LORDON, 2010).

#### 4. Bancos

Os bancos cumprem um papel fundamental em relação ao crédito – um elemento-chave do capitalismo. Harvey define o sistema de crédito como uma “espécie de sistema nervoso central da coordenação das atividades divergentes dos capitalistas

individuais”, ressaltando que ele necessita de pessoas e instituições que o façam funcionar. Assim, banqueiros, financistas, operadores da bolsa, etc. formariam, em algum grau, uma “classe especial dentro da burguesia (...) [que] ocupa o que parece ser o alto-comando da economia” (HARVEY, 2006, p. 270–272, trad. nossa), principalmente no regime financeirizado, deve-se acrescentar. O sistema de crédito confere ao capital monetário o poder de coordenação e de otimização da acumulação, na medida em que este passa a representar o capital comum da classe capitalista, cuja ‘vontade’ pode ser imposta a capitalistas individuais, controlando/administrando, na medida do possível, as contradições entre os interesses capitalistas individuais e de classe.

A análise do setor bancário, porém, é complexa e mereceria um estudo em profundidade à parte, como o de Camargo (2009). Embora os bancos não estejam no centro da reflexão aqui pretendida, alguns pontos devem ser abordados devido ao enorme peso que possuem na vida econômica e social do Brasil, entre outros motivos, pelo seu elevado grau de concentração. Os cinco maiores (dois dos quais são públicos), centralizam recursos cujo montante superou o PIB brasileiro em 2019 (mais de R\$ 7,3 trilhões) (BRONZATI, 2020), além de deterem cerca de 70% dos ativos totais de todo o sistema financeiro nacional e mais de 80% do segmento bancário (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, p. 144). A crise mundial de 2008 contribuiu para esse qua-

---

10 Esse termo é controverso e costuma ser mal interpretado. Para Marx (1985, cap. VI; GORENDER, 1985, p. 39–40), todo trabalho que não contribui diretamente para a produção de mercadorias (sejam elas bens materiais, serviços, etc.) é “improdutivo”, ou seja, não gera valor novo nem mais-valia, mas é pago com parte desta – mesmo se sua dimensão concreta for necessária à reprodução do capital ou à vida social. De forma geral, os trabalhos de contabilidade, vigilância, intermediação financeira, etc. são, assim, tidos como improdutivos pelo autor.

11 De jan/2006 a dez/2020, foram captados, em média, US\$ 19,4 bilhões por ano (valores correntes) ou quase R\$ 80 bilhões em valores constantes (corrigidos pelo IGP-DI). Isso representava 1,53% da capitalização de mercado da B3 em dez/2020. Além disso, grandes empresas têm a possibilidade de se financiar no exterior.

12 No Brasil, “foram identificadas 178 empresas que anunciaram um total de 881 programas de recompra no período entre 2007 e agosto de 2016” (CVM, 2017, p. 23).



dro, na medida em que estimulou fusões e aquisições no setor nos anos subsequentes: foram 18 entre 2008 e 2019.

Uma mudança importante na atuação dos bancos, contudo, se deu nos anos 1990, quando houve tanto uma rodada de concentração bancária na esteira das privatizações quanto o fim da altíssima inflação e início da política de juros altos por parte do governo. A partir do Plano Real, os elevados ganhos inflacionários dos anos 1980 deram lugar aos lucros com a dívida pública: a taxa Selic manteve-se acima de 20% até quase o final da década (chegando a atingir uma taxa anualizada de 85% durante alguns dias de 1995). Nos anos 2000, o patamar de juros baixou consideravelmente e se tornou mais estável, porém permaneceu em dois dígitos. Somente nos anos 2010 a Selic se manteve abaixo de 10% de modo sustentado, reduzindo também o patamar da sua taxa real.

Os bancos possuem ainda outras fontes importantes de lucro. Embora o conservadorismo<sup>13</sup> do setor (que se acomodou com os ganhos oriundos da dívida pública) tenha historicamente mantido baixas as taxas de concessão de crédito, os *spreads* no Brasil são elevadíssimos.<sup>14</sup> As tarifas de serviços também são altas<sup>15</sup> e se torna-

ram motivo de reclamação incessante dos clientes, o que levou tanto a um aumento da regulação por parte do Banco Central quanto ao movimento recente de estímulo a bancos virtuais e outras *fintechs*.

Por fim, é preciso ressaltar que os principais bancos no Brasil são múltiplos, atuando em outros segmentos importantes no processo de financeirização, como o de seguros, de previdência e de fundos de investimento. O mercado de seguros teve crescimento exponencial ao longo do século XXI, ultrapassando os R\$ 100 bilhões em provisões técnicas no ano de 2016 e atingindo R\$ 142,5 bilhões em 2020 (SUSEP, 2021, p. 6).<sup>16</sup> Nas primeiras posições, estão instituições pertencentes a bancos nacionais. O Bradesco teve um faturamento de R\$ 32,7 bilhões em 2016 (1ª posição) nesse ramo de atividades, excluindo-se VGBL<sup>17</sup>; e o Banco do Brasil, R\$ 15,3 bilhões (3ª posição). Considerando-se apenas o segmento VGBL, as quatro primeiras colocadas pertenciam a bancos nacionais.

Quanto aos fundos de investimento, os bancos dominam a distribuição para os investidores de varejo – utilizando-se dos fundos em cotas para segmentar sua clientela. Essa é uma característica dos ‘mercados emergentes’ de forma geral, e especial-

13 Apesar de o índice de solvência dos bancos brasileiros ter diminuído ao longo dos anos 2000, ele permaneceu elevado: o padrão internacional (dos Acordos de Basileia) é de um mínimo de 8%; o Brasil estipulou 11%; e a média dos bancos nacionais era superior a 15%. Como resultado, apenas 37% dos ativos dos bancos encontravam-se atrelados a créditos em 2010, percentual que se elevou nos anos 2010, atingindo 46,4% em 2019 (DIEESE, 2011, 2020).

14 Embora o das instituições públicas sejam mais baixos. Em 2020, o Brasil tinha o 2º maior *spread* do mundo (WORLD BANK, 2021)

15 Sua importância nas receitas dos bancos inclusive se elevou entre os anos 1990 e 2000: houve um aumento de 734,7% entre 1994 e 2006, contra um crescimento de apenas 74% das despesas com pessoal e uma inflação acumulada de 157% (CAMARGO, 2009, p. 112).

16 Trata-se apenas do segmento de seguros, excluindo produtos de previdência privada, como o PGBL e VGBL. A partir dos dados de Silva et al. (2015, p. 28–29), é interessante observar, como um possível indicador adicional de financeirização, que a arrecadação emitida (prêmio emitido líquido) do segmento de “Crédito/Garantia e Riscos Financeiros” aumentou 883% entre 2001 e 2015 (contra uma média de 662% de todos os segmentos), perdendo apenas do segmento “Rural” (que aumentou incríveis 3.931%).

17 Sigla para Vida Gerador de Benefícios Livres. Embora seja uma das modalidades mais comuns de previdência privada, formalmente é um seguro de pessoas.

mente marcante no Brasil, pois os bancos também são os principais administradores e gestores de fundos (VARGA; WEN-GERT, 2011, p. 92–94) através de empresas subsidiárias: segundo dados da ANBIMA (2021b, 2021c), eles correspondem a 9 dos 10 maiores administradores e a 8 dos 10 maiores gestores (desconsiderando a XP, que se tornou banco recentemente) e, segundo estudo de 2015 (GILES et al., 2015, p. 14 e 64), controlavam 85% dos ativos sob custódia.

No caso das entidades abertas de previdência complementar, as cinco maiores empresas do ramo pertencem a bancos ou são a eles associadas (FENAPREVI, 2019). Já os fundos de pensão (entidades fechadas de previdência complementar), por serem ligados às instituições de seus cotistas, não estão diretamente associados aos bancos. Contudo, como se verá adiante, tanto fundos de pensão como seguradoras “terceirizam” boa parte da gestão de seus recursos através da aplicação em fundos de investimento, que, como visto, são em boa parte administrados e geridos por bancos. Além disso, dois dos maiores fundos de pensão do país, Previ e Funcef, são de funcionários de bancos (Banco do Brasil e Caixa, respectivamente), de modo que o patrocinador (o banco) possui assento no conselho de gestão.

Em resumo, diferentemente de outros países (onde há maior diversificação dos agentes), no Brasil os bancos possuem ampla influência até sobre as demais instituições pelas quais a financeirização avança. Assim, se a mera existência de bancos não implica financeirização, estes possuem, contudo, papel central na financeirização no Brasil. A análise a seguir vem completar o quadro.

## 5. Os novos agentes da financeirização

A emergência da financeirização em âmbito mundial está estreitamente vinculada à ascensão de novas instituições que centralizam o capital monetário. Embora fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguro já existissem há décadas, sua quantidade e o volume de recursos por eles gerido aumentaram expressivamente a partir dos anos 1980. Esse processo foi acompanhado de sua concentração: atualmente, os 500 maiores administradores de fundos gerem 25% dos ativos financeiros mundiais, o equivalente a cerca de 100% do PIB global (CHESNAIS, 2016, p. 251). Isso conferiu a esses agentes características particulares e um papel de destaque no mundo econômico e social. Para além da crise de sobreacumulação do capital deflagrada nos anos 1970 – que elevou a parcela do capital mantida na forma de dinheiro e aplicada financeiramente – a necessidade de formação de poupança privada (de famílias e empresas) para a aposentadoria dos trabalhadores contribuiu para explicar esse movimento.

Em países anglo-saxônicos, onde os sistemas públicos de aposentadorias se desenvolveram menos, os fundos de pensão foram pioneiros e impulsionaram a financeirização desde as décadas de 1960-70 – completando nesse período uma primeira fase de acumulação de recursos e aproximando milhões de pessoas do mercado financeiro. Não obstante, na década de 1980, eles passaram por uma “progressão explosiva” (FARNETTI, 1998, p. 187–8). As elevadas taxas de juros com baixa inflação e o bom momento da bolsa de valores inflaram os montantes acumulados, ao mesmo tempo que a desregulamentação e liberalização dos mercados de capitais multiplicaram as oportunidades de investimento.

No início dos anos 1990, os fundos de pensão conheceram um novo impulso e

dirigiram uma parte maior, ainda que proporcionalmente pequena, de seus investimentos para os “mercados emergentes”, em busca de diversificação. Segundo estimativas (FARNETTI, 1998, p. 197), entre 1992 e 2000, os montantes teriam passado de US\$ 12 bilhões (0,2% dos ativos totais) para US\$ 353 bilhões (2,9%), sendo que à Ásia e à América Latina corresponderiam 95% dos fluxos.

Esses dados são reveladores do estreito vínculo entre o fortalecimento desses investidores institucionais e o desenvolvimento da mundialização financeira (intenso nos anos 80 e incorporando países periféricos nos anos 90, como mostrou Chesnais). Isso também fica nítido no modo pelo qual os fundos de pensão anglo-saxônicos utilizavam seus recursos: não concedendo empréstimos nos moldes clássicos de banco, mas preferindo adquirir participações nas empresas a fim de imporem metas de rentabilidade. Alternativamente, promovem o financiamento através da securitização de dívidas, o que permite tanto o desdobramento do uso do título (que pode ser utilizado como meio de pagamento em um mercado secundário) como favorece a especulação (ou seja, amplia as possibilidades de ganho com a variação de preço do título).

Quanto aos fundos de investimento e seguradoras, houve igualmente um incremento importante, ainda que em graus variados segundo os países. Conforme dados de Farnetti (1998, p. 189–190), nos EUA, por exemplo, os ativos das companhias de seguro passaram de US\$ 182,1 bilhões em 1980 para US\$ 640,8 bilhões em 1993. Os *mutual funds* (fundos de investimento) estadunidenses, além de pioneiros, conheceram uma evolução que os colocaram em

uma posição muito à frente dos de outros países: em 1995, os 5.655 fundos tinham sob seu controle US\$ 2,6 trilhões (o equivalente a aproximadamente os PIB francês e britânico da época somados), ao passo que, em 1980, eles eram apenas 564 e controlavam US\$ 134 bilhões. Segundo Sauviat (2005, p. 109), em 2001 seus ativos representavam 56% do total da OCDE (para os fundos de pensão a proporção era ainda maior: 66%).

Ao longo dos anos 2000, os ativos geridos por fundos de investimento em âmbito mundial continuaram aumentando, inclusive os de *hedge funds*<sup>18</sup>. Entre 2001 e 2007, passou-se de US\$ 12 trilhões para US\$ 26 trilhões. Às vésperas da crise de 2008, apenas 66 grupos geriam “75% das movimentações especulativas planetárias que eram da ordem de 2,1 trilhões de dólares por dia” (DOWBOR, 2009). Em 2008, houve um revés importante na crise (de US\$ 7 trilhões), porém o crescimento foi retomado já a partir de 2009 e o estoque de ativos chegou a US\$ 31 trilhões em 2014 (158% de aumento em relação a 2001). Cabe notar que, em 2013, cerca de 50% desse volume pertencia a fundos dos EUA e 43% a de outros países de alta renda, embora os países de renda média tenham ampliado sua participação ao longo da década: ao Brasil cabia 3% do total, percentual equivalente ao de Japão e Canadá e superior ao da China (2%) (GILLES et al., 2015).

Dado esse quadro e o perfil mais agressivo assumido por esses agentes financeiros – que desempenham o “duplo papel de ‘proprietário’ e de credor” (SAUVIAT, 2005, p. 110) –, algumas consequências importantes podem ser lembradas. Devido ao caráter rentista de sua atuação,<sup>19</sup> os investidores institucionais pressionam a esfera

18 Os ativos controlados por esses fundos de perfil mais agressivo e menos regulamentado passaram de US\$ 200 bilhões em 1998 para mais de US\$ 2 trilhões em 2007 (75% dos quais geridos por proprietários estadunidenses), o que contribuiu para a crise de 2008 (CHESNAIS, 2016, p. 226).

19 “A difusão internacional dos princípios do corporate governance impulsionada pelos investidores anglo-saxôni-

produtiva e repassam ônus e perdas adiante – sobretudo a trabalhadores, mas também a cotistas dos fundos, por exemplo. Como aponta Sauviat (2005), a imposição de normas elevadas de rentabilidade levaram a impactos negativos sobre os funcionários das empresas, tais como: segmentação do mercado de trabalho (enriquecimento de uma pequena parcela de “alto potencial”), aumentando as desigualdades;<sup>20</sup> degradação e intensificação das condições de trabalho; aumento de acidentes e doenças; criação de “valor acionário” e vinculação da remuneração ao desempenho da empresa em detrimento de salário; terceirizações e deslocalizações que reduzem o emprego e aumentam o exército industrial de reserva, entre outros.

Quanto aos cotistas, sofrem consequências por não terem seu destino atrelado ao dos gestores. Embora estes tenham interesse na ampliação da rentabilidade, uma vez que são remunerados por taxas tanto sobre o patrimônio investido como de performance sobre o rendimento, isso normalmente é feito ao preço de elevação dos riscos, tanto pela competição entre os fundos quanto pelo fato de se trabalhar com capital alheio: os gestores não perdem diretamente com o fracasso, pois não há reembolso por ‘des-performance’, como muitos cotistas dramaticamente constataram na crise de 2008.<sup>21</sup>

## 6. Fundos de Investimentos no Brasil

Um breve histórico é suficiente para mostrar que, seguindo a tendência da financeirização, a indústria de fundos de investimento ganhou uma importância sem precedentes no Brasil nas últimas décadas. O primeiro fundo foi criado em 1957 e até os anos 1970 havia apenas 11. Mesmo com a criação da categoria de “fundos de renda fixa” em 1984, a evolução nos anos 1980 ainda foi relativamente fraca. O grande *boom*, tanto em quantidade quanto em recursos administrados (em termos relativos e absolutos), iniciou-se somente nos anos 1990, sobretudo na segunda metade. Em 1995, o patrimônio líquido total dos fundos correspondia a 8,77% do PIB; em 1998, a 14,66%; e, em 2000, a 24,78%. Essa evolução está relacionada, em grande medida, com a estabilização da economia e o controle da inflação, como mostram Varga e Wengert,<sup>22</sup> mas também com a entrada do Brasil na mundialização financeira de modo geral.

Uma progressão mais significativa, porém, se anunciava no século XXI, com a busca por maiores ganhos e uma ampliação da terceirização da gestão de recursos: parte importante do que foi injetado nos fundos de investimento veio do redirecionamento da aplicação em ações e em modalidades tradicionais, como a poupança. Houve transferência significativa da alocação direta em ações para fundos de ações, enquanto o saldo de poupança caiu para

---

*cos contribui para a internacionalização de uma regulação rentista mundializada na qual os principais países-fonte do capital-dinheiro concentrado são colocados no centro de uma vasta rede, que se nutre de uma parte crescente do valor produzido no mundo inteiro” (FARNETTI, 1998, p. 205).*

20 Em média, a relação da remuneração de um operário e de um CEO nos EUA saltou de 1:41 em 1980, para 1:531 em 2000 (SAUVIAT, 2005, p. 127).

21 Somente em relação aos *mutual funds*, o valor dos ativos controlados reduziu-se em cerca de US\$ 1 trilhão entre 2007 e 2008 (ICI, 2008, 2009)

22 Os autores explicam que “até o fim da hiperinflação em 1994, os fundos de renda fixa eram simples mecanismos de investimento de curto prazo. Após 1994, surgiram títulos de prazos mais longos, novos instrumentos derivativos e, por fim, um aumento da profundidade e abrangência do mercado financeiro. Consequentemente, surgiu uma maior demanda pela gestão profissional de investimento oferecida pelos fundos” (VARGA; WENGERT, 2011, p. 71).



apenas 29% do saldo de fundos de renda fixa em 2010, ao passo que eram muito próximos entre si em 1995 (VARGA; WENGERT, 2011, p. 76).

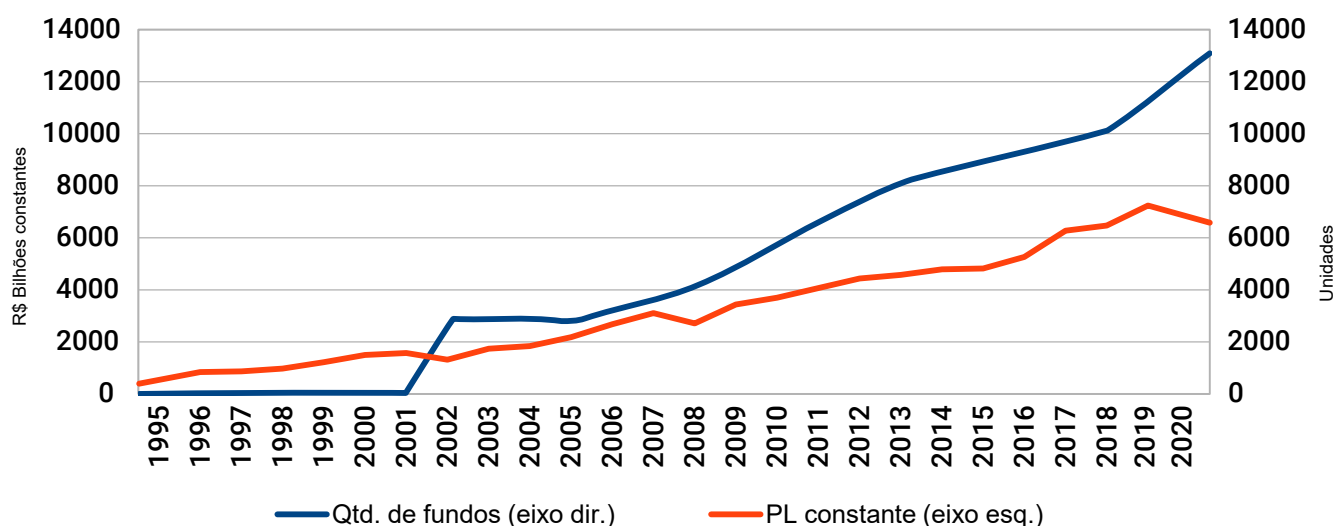
Uma publicação do Banco Mundial revela a posição que o Brasil alcançara no final de 2013: *“O Brasil tinha o quinto maior mercado doméstico de fundos em termos mundiais e a maior indústria de fundos de investimento [mutual fund] no mundo em desenvolvimento, com mais de US\$ 1 trilhão em ativos sob gestão e uma quantidade atipicamente grande de fundos, totalizando pouco mais de 8.000”* (GILES et al., 2015, p. 9). Isso se deve, evidentemente, ao tamanho da economia brasileira, mas não inteiramente. Basta observar que os fundos de países cujas economias são consideravelmente maiores, como China e Japão, geriam US\$ 479 bilhões e US\$ 774 bilhões em ativos no mesmo momento, respectivamente.

Assim, apesar da evolução no Brasil ter

acompanhado o movimento mundial nos anos 2000 (ascendente, com declínio apenas em 2008 em função da crise), ela foi mais acelerada, como atestam Varga e Wengert (2011, p. 77) e como sugere o Gráfico 4. Este mostra ainda que ela continuou nos anos 2010, sendo igualmente expressiva em proporção do PIB (Gráfico 5): o patrimônio líquido total passa de aproximadamente 24% no final de 2002 (R\$ 1.316 bilhões constantes<sup>23</sup>; 2.909 fundos),<sup>24</sup> para 43% em 2010 (R\$ 3.697 bilhões constantes; 5.679 fundos),<sup>25</sup> chegando ao recorde de 81,4% do PIB (R\$ 6.059 bilhões; 13.002 fundos) em 2020. E, assim como o setor bancário, o de fundos de investimento é bastante concentrado: no início de 2021, os dez maiores gestores (cada um com mais de R\$ 100 bilhões sob custódia e quase todos ligados a bancos) eram responsáveis por 63,5% do patrimônio líquido total dos fundos (ANBIMA, 2021b).

#### Gráfico 4

#### Fundos de Investimento: Quantidade de fundos e Patrimônio Líquido (R\$ bilhões constantes)



Obs. Não estão inclusos fundos em cotas. PL a reais de fev/2021 (corrigidos pelo IGP-DI)

Fonte: Elaboração própria a partir de ANBIMA - Consolidado Histórico de fundos de Investimento, fev/2021, p. 2 e 13; BACEN - Séries Temporais, série 1207.

23 Valor ajustado a reais de fev/2021 pelo IGP-DI.

24 Não estão inclusos nesse número os fundos de cotas.

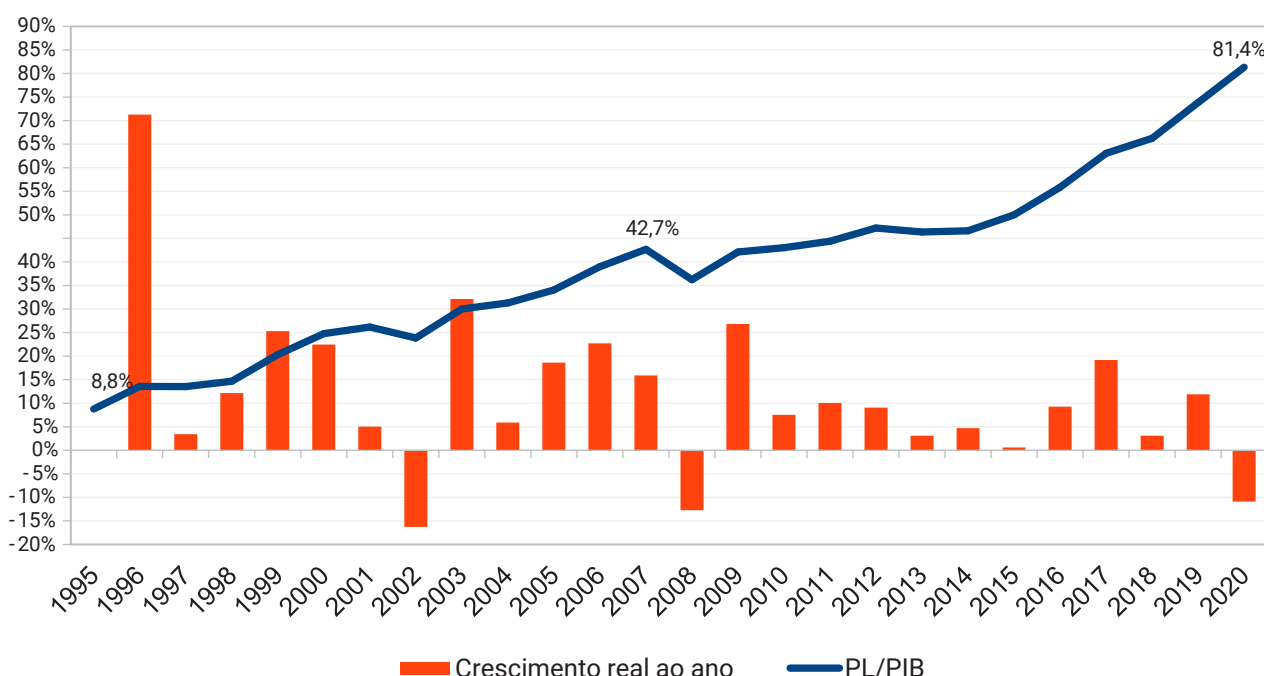
25 *“O estoque dos ativos [financeiros da economia] em relação ao PIB também cresceu, passando de 61% em 1995 para 159% em 2010”* (VARGA; WENGERT, 2011, p. 85).

Existem, porém, diferenças importantes em relação a países do centro. Primeiramente, uma parte elevada dos recursos são alocados em operações com títulos da dívida pública, em detrimento de ações e títulos privados, cujo peso é maior nos EUA, Reino Unido e Japão, por exemplo (PLANTIER, 2014, fig. 3): no período de 2002 a 2020, segundo dados da ANBIMA (2021a, p. 7) apenas entre 2007 e 2013 a alocação dos fundos de investimento foi inferior a 60% (ainda assim ligeiramente), tendo

atingido mais de 70% entre 2002 e 2004 e a partir de 2016 (exceto em 2019). Além disso, o peso dos fundos em cada setor é diferente. Segundo Varga e Wengert (2011, p. 78), os ativos dos fundos de investimento estadunidenses, por exemplo, respondiam por 28% do capital das empresas abertas e por 12% dos títulos federais do governo dos EUA em 2009. No Brasil, no mesmo ano, os fundos detinham 53% dos títulos públicos (incluindo operações compromissadas), 17% das debêntures e 8% das ações.

### Gráfico 5

#### Fundos de Investimento: Patrimônio Líquido em proporção do PIB e crescimento real ao ano do PL



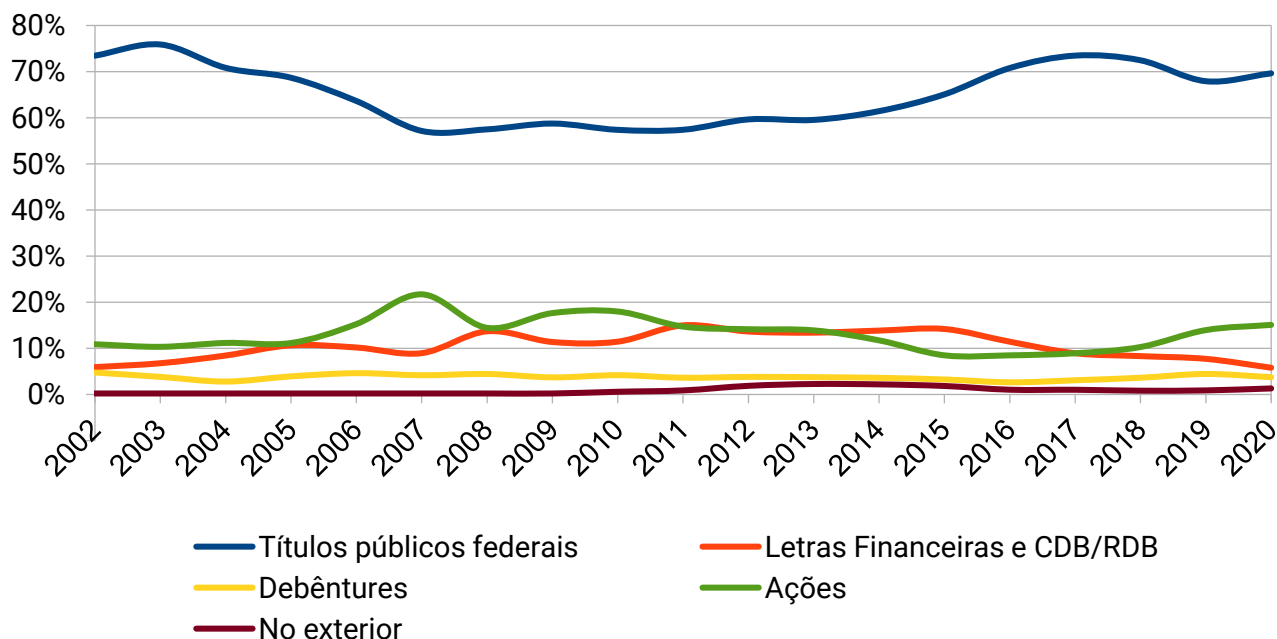
Obs. Crescimento corrigidos pelo IGP-DI

Fonte: Elaboração própria a partir de ANBIMA - Consolidado Histórico de fundos de Investimento, fev/2021, p. 2 e 13; BACEN - Séries Temporais, série 1207.

No mesmo sentido, as alocações dos fundos de investimento em um importante instrumento de financiamento de empresas, as debêntures, não chegaram a 5% em nenhum ano do período 2002-2020. Já as alocações em letras financeiras e CDBs/RDBs (títulos emitidos por instituições financeiras) variaram de 5,8% a 15% do total, ficando em patamares semelhantes aos de ações em boa parte da série. Estas, por sua

vez, oscilaram entre 10% e 11% do total até 2005, apesar da subida da bolsa já a partir de 2003. A partir de então, o percentual aumentou e atinge o recorde da série em 2007 (21,7%), antes de declinar para 14,5% em 2008 devido à crise mundial. Após atingir 8,5% em 2015 e 2016, volta a se elevar, porém atingindo apenas 15% no final de 2020, ou seja, patamar semelhante ao da crise de 2008 (ver Gráfico 6).

**Gráfico 6**  
**Fundos de Investimento: Patrimônio Líquido por ativo**



Obs. Não inclui todos os tipos, de modo que a soma não totaliza 100%. Sem dados disponíveis para "No Exterior" anteriores a 2010.

Fonte: ANBIMA – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento, fev/2021, p.7

Conclui-se, assim, que discursos defendendo a importância dos fundos para o financiamento do desenvolvimento do país revelam-se ideológicos, pois o financiamento “direto” das empresas não financeiras (ex. debêntures) é muito modesto. O das instituições financeiras (letras financeiras e CDBs/RDBs) é mais de duas vezes maior e a alocação em ações ficou numa média de 13,2% no período, um patamar baixo (sem mencionar a questão relacionada ao peso efetivo do financiamento das empresas via ações, discutida no final do item sobre as bolsas de valores). O elevado percentual em títulos públicos, por sua vez, não se traduz em uma contribuição direta para o crescimento, na medida em que a dívida pública representa mais um mecanismo de produção de rendas e um “fardo” do que um meio de alavancar novos investimentos do Estado (voltaremos a isso nas considerações finais).

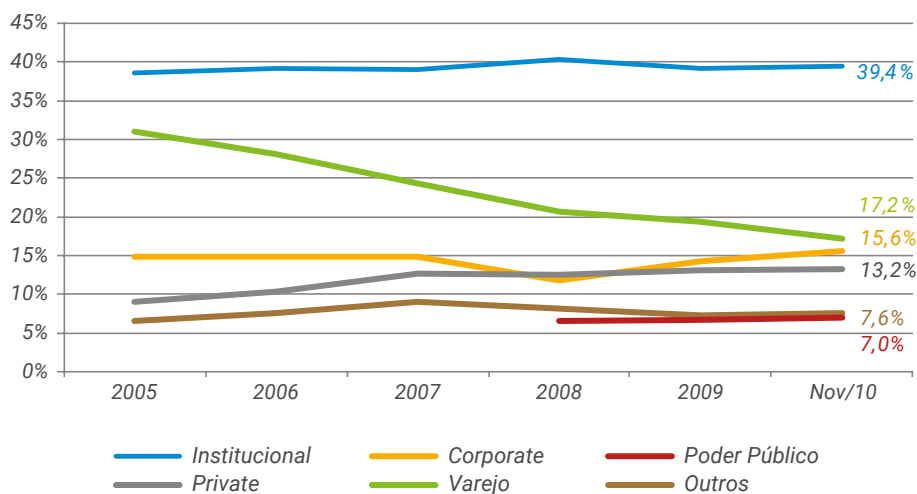
Quanto à relação entre outros investido-

res institucionais (fundos de pensão, seguradoras) e os fundos de investimento, cabe ainda observar que, em 2012, 89% dos ativos de fundos de investimento [*mutual funds*] estadunidenses pertenciam a investidores individuais, ao passo que investidores institucionais detinham, portanto, apenas 11% (ICI, 2013, p. 90 e 105). Já no Brasil, no mesmo ano, apenas 18% do patrimônio dos fundos estava nas mãos de investidores de varejo<sup>26</sup> (assim como apenas uma porcentagem irrisória da dívida pública também está diretamente nas mãos desse tipo de investidor, via Tesouro Direto). A participação desse segmento na realidade caiu ao longo dos anos, de mais de 30% do patrimônio líquido em 2005 para 17% em 2011, enquanto os investidores institucionais mantiveram a fatia de quase 40% (ver Gráfico 7). No início de 2021, a participação do varejo havia caído ainda mais, para 11%, ao passo que os investidores institucionais mantiveram o mesmo patamar (38,2%). O

26 E 15% do segmento “Private” (GILES et al., 2015, p. 74).

**Gráfico 7**

**Fundos de Investimento: Distribuição dos ativos por segmento de investidor**



Fonte: ANBIMA – Boletim Nº 57, jan/2011,p.3

segmento “Corporate”, que havia se mantido em torno de 15% de 2005 a 2011, caiu para 10,7%, e o “Private” ampliou ligeiramente sua fatia.

Além do aumento expressivo do volume de capital monetário nas mãos dos fundos de investimentos, os dados revelam, portanto, que desde a primeira década do século XXI os fundos passaram a abrigar grande parte da riqueza em posse de investidores institucionais. As três maiores seguradoras do país, por exemplo, chegavam a possuir pelo menos 80% de seus ativos aplicados via fundos de investimento. Esse cenário se deveu, em grande medida, à já mencionada situação internacional e doméstica desde os anos 1990, assim como às consequências de reformas (ex. da Previdência) e outras medidas adotadas pelos sucessivos governos desde então.

## 7. Fundos de Pensão no Brasil

Como mencionado anteriormente, os fundos de pensão – juridicamente designados como “Entidades Fechadas de Previ-

dência Complementar” (EFPCs) – são um outro tipo de agente financeiro que ganha destaque com o desenvolvimento da financeirização. Na medida em que centralizam e gerem a poupança de indivíduos dispersos no intuito de conferir-lhe uma rentabilidade, essas entidades se assemelham aos fundos de investimento. Contudo, uma série de fatores dá-lhes especificidade, de modo que é justificável tratá-los separadamente, inclusive em relação os fundos abertos de previdência – as “Entidades Abertas de Previdência Complementar” (EAPCs). Estas, de fato, se distinguem pouco dos fundos de investimento, tendo sua finalidade previdenciária muitas vezes descaracterizada (DE CONTI, 2016a, p. 11) – e, na prática, os recursos dos planos PGBL e VGBL (praticamente o total do setor) são alocados em fundos de investimento para serem geridos.

Primeiramente, a ‘clientela’ das EFPCs é restrita – aos trabalhadores de determinada empresa ou sindicato/associação profissional<sup>27</sup> – e os participantes e assistidos normalmente possuem representação no

27 A modalidade gerida por sindicatos ou associações profissionais surgiu no governo FHC, em 2001, porém só foi regulamentada em 2003, já no governo Lula. Ela continua, no entanto, minoritária em relação às patrocinadas



conselho deliberativo. Assim, costuma haver estreita relação dos sindicatos com a gestão dessas entidades, para além da própria empresa patrocinadora. Nas três maiores EFPCs do Brasil (Previ, Petros e Funcef, ligadas ao Banco do Brasil, Petrobras e Caixa, respectivamente), responsáveis por cerca de 40% dos recursos detidos pelo conjunto do setor atualmente, metade dos assentos são eleitos pelos participantes e assistidos, normalmente entre candidatos ligados ao sindicalismo. Além disso, uma vez que habitualmente a empresa patrocinadora também realiza aportes, outra característica das EFPCs é que o volume de recursos centralizado supera em muito a capacidade de poupança dos participantes (via de regra, a empresa patrocinadora contribui na mesma proporção do trabalhador).

Assim como os fundos de investimento, as EFPCs brasileiras passaram por um grande acúmulo de recursos nos anos 1990, devido à abertura comercial e financeira e ao avanço da financeirização dela decorrente. Isso se traduziu numa forte elevação da proporção dos seus investimentos em relação ao PIB – tornando-as importantes investidores institucionais, como mostram os dados da ABRAPP:<sup>28</sup> de 3,3% do PIB em 1990, para 9,2% em 1996, chegando a 13,6% em 2000.<sup>29</sup> As privatizações ocorridas no período representaram um amplo processo de interconexão entre os grandes grupos econômicos nacionais – já consolidados ou em fase de consolidação – e as EFPCs. Como mostra Rocha (2013, p. 52), estas e os fundos públicos participaram de forma

importante da reestruturação dos grandes grupos econômicos, com intermediação do mercado financeiro: *“O prosseguimento deste processo de associação entre blocos de capital no interior do mercado acionário resultou no crescente entrelaçamento dos grupos econômicos nacionais, empresas estatais e fundos sindicais de pensão, isto é, a amalgamação do grande capital no Brasil através da Bolsa de Valores”*. Em muitos casos, essas entidades de previdência vieram a se tornar até controladoras ou acionistas importantes dos grupos, como no caso da BR Foods, da CPFL e da Vale.

Se, no governo Fernando Henrique Cardoso, as EFPCs foram impelidas principalmente a tomar parte nos processos de privatização, a partir do governo Lula ampliaram-se os investimentos em grandes grupos nacionais e em infraestrutura, como mostram as análises de De Conti (2016b). A conexão promovida nos anos 2000 entre BNDES, empresas estatais, centrais sindicais e grande capital privado fez com que aquele período tenha sido, ao contrário do que se esperava, o de maior crescimento dos grandes grupos econômicos.

Do mesmo modo, apesar do crescimento expressivo na década de 1990, a proporção dos investimentos das EFPCs em relação ao PIB continuou a se elevar durante os anos 2000, atingindo um pico de 16% em 2007 (pré-crise mundial). Embora a década tenha terminado em 13,9%, o montante absoluto de investimentos atingiu um patamar bem superior ao da década anterior, uma vez que o PIB teve crescimento real acumulado de quase 40% entre 2000

por empresas, sendo 5% das entidades em 2010 e 7% em 2020 (ABRAPP, 2011, 2021).

28 Os dados (diretamente citados ou usados para cálculos) sobre as EFPCs brasileiras foram obtidos nos consolidados estatísticos disponíveis no site da *Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar* de diversos anos (principalmente os relativos a 2000, 2010 e 2020).

29 Estes dados se referem aos ativos, não aos investimentos. Porém, os valores são suficientemente próximos entre si para permitir a comparação.

e 2008.<sup>30</sup> Em valores constantes,<sup>31</sup> tem-se: R\$ 492 bilhões em 1996, R\$ 685 bilhões em 2003 e R\$ 1.122 bilhões em 2010 (ou seja, mais que dobrando nesses 14 anos). Essa elevação de recursos foi acompanhada da permanência da concentração do setor no período: às oito maiores EFPCs correspondiam 60,2% dos investimentos em 2002 e 59,1% em 2010; e às três maiores juntas (Previ, Petros e Funcef), couberam 43,3% e 46,8% dos investimentos em cada ano, respectivamente.

Apesar do estímulo dos governos petistas aos fundos de pensão e ao forte crescimento dos investimentos entre 2002 e 2007, a quantidade de entidades ficou relativamente estável entre 2002 e 2010 (atingindo um pico de 372 em 2007). A partir de 2010, a quantidade cai ininterruptamente e termina 2020 em 291, enquanto o montante dos investimentos fica estagnado, ao contrário – e, talvez, em benefício – das entidades abertas, que continuaram num movimento contínuo de aumento de recursos. Em valores constantes, os investimentos das EFPCs em 2019 estavam no mesmo patamar de 2012. Naquele mesmo ano, as EAPCs ultrapassaram pela primeira vez as EFPCs: R\$ 1.178 bilhões<sup>32</sup> e R\$ 1.169 bilhões respectivamente. Além disso, a concentração das EFPCs diminuiu: em 2020, a participação das 3 maiores estava em 39,2% do total e das 8 maiores, em 53,2%. Curiosamente, o número de participantes ativos continuou aumentando no mesmo ritmo da década anterior (atingindo cerca de 2,7 milhões), o que mostra que o arrefecimento

do crescimento dos investimentos não se deveu a uma perda de contribuintes, mas, entre outros fatores possíveis, a flutuações do cenário econômico (visto que, com a crise da pandemia, os investimentos caíram abruptamente em 2020, por exemplo).

Outro fenômeno relacionado às EFPCs brasileiras foi a intensificação da terceirização da gestão dos investimentos. Ele se iniciou já na segunda metade dos anos 1990, quando a proporção média de investimento em fundos em relação ao total da carteira passou de 19,4% em 1996 para 48,1% em 2000. Em 2010, já estava em 54,3% e saltou para 66,4% em 2019. Cabe destacar que, se muitas entidades recorrem aos fundos pela sua “*expertise*”, pelo menos no caso das três maiores EFPCs isso parece ser mais uma forma de contornar certas regulamentações, obter vantagens fiscais e facilitar os investimentos do que de fato uma delegação das decisões.<sup>33</sup> De todo modo, considerando a situação geral das EFPCs e tal grau de terceirização da gestão, percebe-se a influência das gestoras de fundos de investimento (basicamente bancos, como apontado anteriormente) sobre boa parte dos recursos em posse das EFPCs (cerca de R\$ 630 bilhões do total de R\$ 950 bilhões em 2019, por exemplo). Sem mencionar seus ganhos com taxas (de administração, de custódia, de performance, etc.), difíceis de estimar devido à sua variabilidade.

A respeito das estratégias de investimento, a finalidade previdenciária das EFPCs a princípio coloca a segurança, o equilí-

---

30 Cálculo a partir de Ipeadata (2021, seq. PIB Brasil variação real).

31 Em reais de 2020. Embora o IPCA seja o índice de inflação oficial do governo, aqui os valores são corrigidos pelo IGP-DI por ser aquele usado pela ANBIMA em suas séries históricas sobre fundos de investimento.

32 Valor calculado a partir de Fenaprevi (2020).

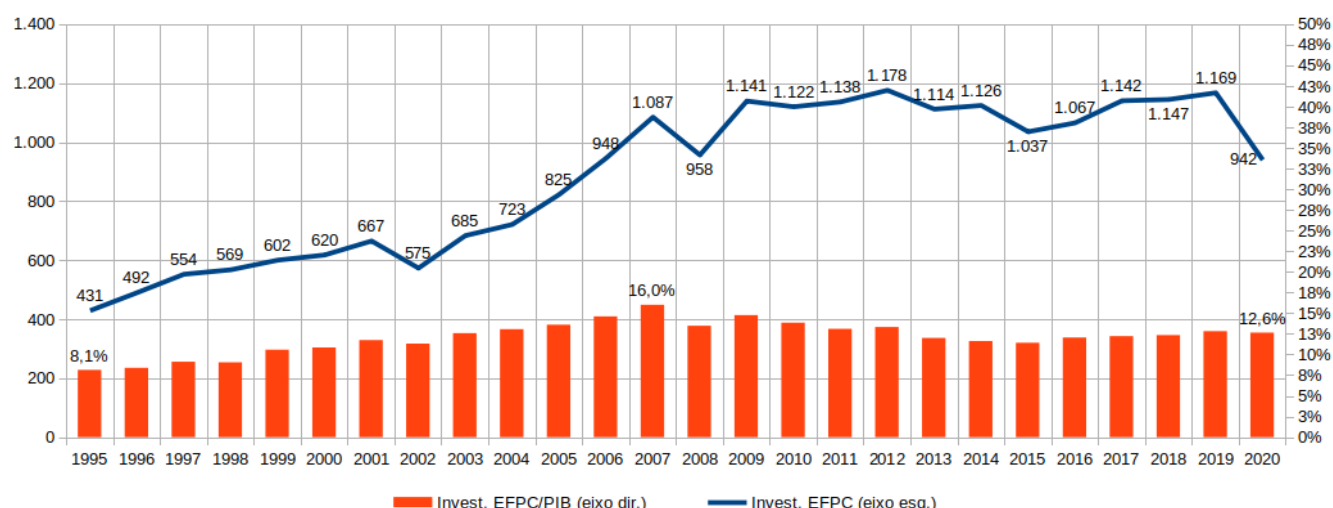
33 “Colocando os ativos sob o ‘guarda-chuva’ de fundos de investimento, contorna-se, de certa maneira, alguns pontos da regulação da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), já que os fundos de investimento são regulamentados diretamente pelo CMN” (DE CONTI, 2016a, p. 27) e “Entrevistas com gestores de entidades de previdência apontaram que a motivação maior desse recurso à colocação de títulos públicos sob o guarda-chuva de fundos de investimento (muitas vezes exclusivos) é a ampliação da liquidez desses ativos” (DE CONTI, 2016b, p. 63).

brio atuarial e o longo prazo como balizas das decisões, o que, aliado aos juros altos praticados na economia brasileira e à tendência à extinção dos planos de benefício definido,<sup>34</sup> tornam o perfil delas bastante conservador.<sup>35</sup> A posse direta de títulos da dívida pública pelas EFPCs – que já tinha peso considerável, em consonância com as tendências do mercado financeiro brasileiro – sofreu um aumento de quatro pontos percentuais entre 2002 e 2010, passando de 13,3% para 17,1% da carteira do conjunto das entidades. Esse patamar se mantém na segunda metade dos anos 2010, che-

gando a 18% em 2018 e terminando 2019 em 16,6%. Não obstante, o peso dos títulos públicos certamente é bem maior, devido à terceirização da gestão via fundos de investimento, que, como discutido anteriormente, também investem significativamente em títulos públicos. Em 2010, a aplicação das EFPCs somente em fundos de renda fixa era de 38,2% da carteira (de um total de 54,5%, ao se incluírem os fundos multi-mercado e imobiliários), enquanto em 2019 havia subido para 54,3% (de um total de 66,4%).

## Gráfico 8

### Entidades Fechadas de Previdência Complementar: Investimentos (R\$ bilhões constantes) e em proporção do PIB



Obs. Valores corrigidos pelo IGP-DI a fim de serem comparáveis aos dos fundos de investimento.

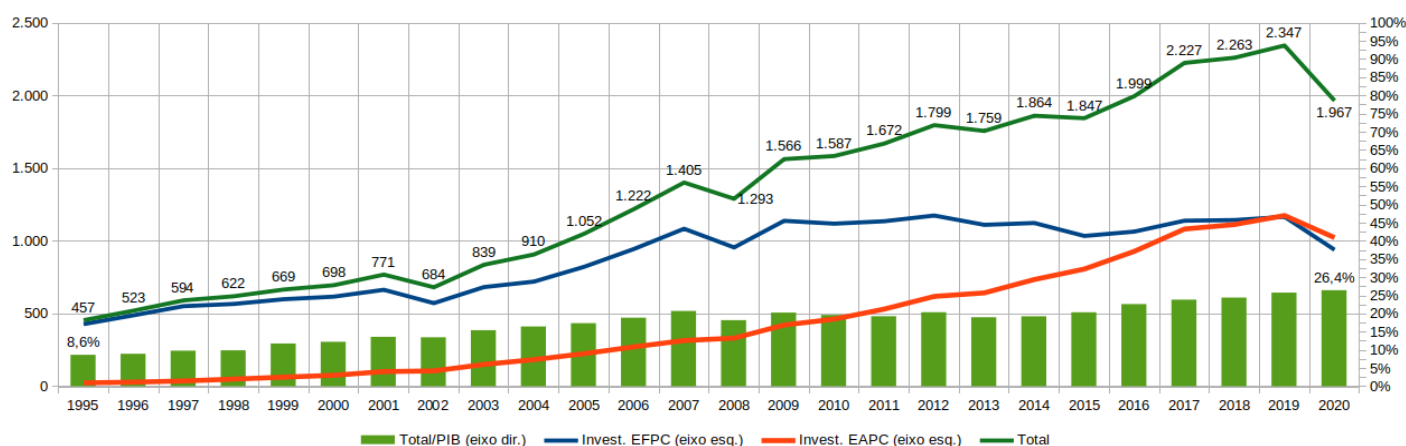
Fonte: Elaboração própria a partir de ABRAPP- Consolidados Estatísticos; - Séries Temporais, série 1207.

34 Nessa modalidade, o fundo de pensão possui um valor definido de benefício, logo precisa arriscar mais nos investimentos para honrar esse compromisso.

35 Contudo, nem sempre esses fatores guiam totalmente as estratégias, sobretudo nas maiores EFPCs do país. A Petros, por exemplo, aumentou suas aplicações em renda variável mesmo após a crise de 2008, aproveitando-se da queda das cotações, em um claro movimento especulativo. Além disso, Previ, Petros e Funcef investiam mais em renda variável do que a média do setor (DE CONTI, 2016b).

## Gráfico 9

### Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Complementar: Investimentos (R\$ bilhões constantes) e total em proporção do PIB



Obs. Valores corrigidos pelo IGP-DI a fim de serem comparáveis aos dos fundos de investimento.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Fenaprevi; ABRAPP-Consolidados Estatísticos; BACEN - Séries Temporais, série 1207.

A fim de determinar com precisão quanto desses recursos alocados via fundos de investimento está em títulos da dívida pública seria necessário, porém, analisar caso a caso, pois quase todas as classes de fundos possuem esse tipo de investimento em maior ou menor grau. Apenas para se ter uma dimensão da questão, em 2011 (dado mais antigo disponível na ANBIMA), os recursos do conjunto das EFPCs aplicados em fundos de investimento estavam distribuídos da seguinte forma: 44,5% em fundos de renda fixa (alta participação de títulos públicos),<sup>36</sup> 24,5% em fundos de ações, 22,4% em fundos multimercado e 8,6% em fundos de outras classes. No mesmo ano, 57,4% do total de recursos em fundos de investimento brasileiros estavam alocados em títulos da dívida pública federal. No início de 2021, o quadro havia se acentuado, já que a distribuição era de 57,1% em renda fixa, 29% em multimercado e 12,6% em ações; e que a proporção dos recursos de

fundos de investimento alocados em títulos da dívida pública federal elevava-se a 70,3% (ANBIMA, 2012, 2021a).

Em resumo, a aposentadoria por capitalização constitui-se em uma poupança privada de recursos investidos no mercado financeiro – com algumas modulações e sob constrangimentos regulatórios, sobretudo no caso das entidades fechadas –, de forma a se obter a melhor rentabilidade possível. A maior parte da carteira do conjunto das entidades encontra-se em renda fixa, sobretudo em títulos da dívida pública. Consequentemente, essa modalidade apoia-se fundamentalmente na capacidade individual de poupança, no rentismo (especialmente sobre o orçamento público) e na valorização financeira (bom funcionamento dos mercados financeiros). Além disso, produz uma contradição importante em uma parcela da classe trabalhadora e, sobretudo, na elite sindical (em especial aquela ligada ao governo), na medida em que as disputas pela

36 Em fev/2021, levando-se em conta os percentuais mínimos estipulados pela regulação dos fundos, pelo menos 72% do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa estavam alocados em títulos da dívida pública. No caso das EAPCs, praticamente a totalidade (96%) da sua alocação estava em fundos da classe "Previdência", que também se subdivide em "renda fixa", "ações", "multimercado", etc. Da classe "Previdência", 83% do patrimônio líquido estava na categoria "renda fixa", de modo que, também se baseando nos percentuais mínimos estipulados pela regulação dos fundos, pelo menos 59% estava em títulos públicos. Cálculos a partir de ANBIMA (2021a, p. 5-6).



administração dos recursos promoveram transformações substanciais nas posições políticas desta.<sup>37</sup> Por fim, o modelo privado de capitalização mesmo (ainda) sendo apenas “complementar”, em alguma medida concorre com o sistema público por repartição – cujo bom funcionamento depende de fatores bem distintos, tais como crescimento econômico, formalização do emprego e solidariedade intergeracional.<sup>38</sup> Dada a controvérsia sobre a magnitude, e mesmo a existência (GENTIL, 2006), de déficit da previdência, as reformas aprovadas em 1998 e 2003 tiveram como objetivo, e como consequência direta, estimular o sistema complementar e produzir superavit nas contas públicas (para o pagamento dos juros da dívida, dos quais, inclusive, as entidades de previdência complementar se alimentam).

## Considerações finais

O Brasil ingressou definitivamente na mundialização financeira ao longo dos anos 1990, a partir das reformas neoliberais. Desde então, alguns fenômenos típicos da financeirização mundial se desenvolveram no país. Passou-se em revista alguns deles, relativos aos agentes financeiros privados.

A bolsa de valores se concentrou – tanto em termos de se reunirem as operações em uma única instituição como na quantidade de empresas cotadas – e mais do que quadruplicou em pontos entre 2002 e 2008 (em valores reais), consolidando-se como a maior da América Latina. A participação de estrangeiros, como era de se esperar, também se elevou, assim como a dos investidores institucionais. A baixa quantidade de emissões primárias e de novas emissões, as operações de recompra de ações e o lugar de destaque de instituições financeiras

entre as maiores empresas da bolsa reforçam a questão de qual é a real contribuição das bolsas de valores para o financiamento produtivo e do desenvolvimento do país no contexto atual.

Os investidores institucionais, por sua vez, não só aumentaram em quantidade e se mantiveram muito concentrados como ampliaram fortemente o volume de recursos geridos. Eles se tornaram agentes fundamentais do sistema financeiro brasileiro, com participação acionária crescente nas empresas. Tendo em vista a elevada terceirização da gestão por parte de seguradoras e fundos de pensão e a importância assumida por fundos abertos de previdência, os fundos de investimento se destacam dentre os investidores institucionais.

Por outro lado, há algumas especificidades do caso brasileiro em relação à financeirização no centro, sobretudo nos EUA. Embora a concorrência dos investidores institucionais e das chamadas “*fintechs*” tenha aumentado nos últimos anos, ela (ainda) não ameaça de fato a situação dos bancos. Estes sofreram rodadas sucessivas de concentração e controlam boa parte do setor de seguros, de previdência e de fundos de investimento – permanecendo os agentes centrais das finanças no país.

Outro traço saliente da financeirização no Brasil (e em outros países periféricos), é a alocação expressiva em títulos de dívida pública, devido principalmente a uma taxa de juros mantida elevada desde o Plano Real – como parte de uma política econômica ortodoxa.<sup>39</sup> No caso dos fundos de investimento, viu-se que atualmente a aplicação nesse tipo de ativo gira em torno de 70% do patrimônio líquido, de modo que, no final

37 Não é possível desenvolver essa discussão aqui, portanto recomendamos os trabalhos de Maria Aparecida Jardim, da UNESP (tese de doutorado e artigos correlatos).

38 Para uma análise das diferenças entre os dois regimes e suas consequências, ver Paulani (2008).

39 Devido à crise mundial e doméstica atuais, os juros caíram momentaneamente, mas a taxa real ainda é uma das mais elevadas do mundo. Além disso, em 2021, a taxa voltou a subir.

de 2020, eles detinham 26% da dívida pública, as instituições financeiras quase 30% e fundos de previdência 22,6% (quase 80% do total, portanto). Somando-se a parte do próprio governo (3,8%), os quase 4% de seguradoras e 9% de “não-residentes”, tem-se praticamente o total da dívida (TESOURO NACIONAL, 2021). O peso dos estrangeiros, porém, é largamente subestimado nos “não-residentes”, já que não se contabilizam aí aqueles inseridos em outras rubricas. Esse quadro, aliado ao fato de os *dealers*<sup>40</sup> serem compostos basicamente por um grupo pequeno de bancos (também nacionais e estrangeiros), revela que o setor bancário é de longe o grande controlador da dívida pública interna brasileira e que o peso dos estrangeiros é considerável.

O rentismo sobre o orçamento público é um dos pilares da financeirização em geral, mas possui, portanto, uma importância particular no Brasil. Por limitações de espaço e de escopo deste trabalho, não foi possível tratar em profundidade da questão da dívida pública, que se reproduz em uma “bola de neve”. A título de exemplo, comparando-se os dois mandatos de Lula, apesar do crescimento econômico interno (“milagrinho” de 2006 a 2010), da redução da taxa de juros e do superavit primário maior em Lula II (2007-2010), a dívida em valores reais aumentou mais rapidamente neste do que em Lula I (2003-2006). E, embora a dívida tenha dimi-

nuído em termos reais nos primeiros anos de Dilma Rousseff (2011 a 2013), ela voltou a subir em 2014 e, em 2016, já era muito superior a 2010. Um fator crucial da dívida pública brasileira é que ela é cara (FEVEREIRO, 2017) e compromete uma parte expressiva do orçamento público: cerca de 40% do total atualmente (R\$ 1,38 trilhão, dados de 2020), entre juros, encargos e amortizações,<sup>41</sup> segundo a Auditoria Cidadã da Dívida (2021).

Além do caráter “improdutivo”<sup>42</sup> da dívida pública brasileira, fica evidente, assim, a armadilha que ela representa – sobretudo em um contexto de financeirização. Seu montante cresce continuamente apesar dos esforços do governo e há elevada concentração dos detentores. Em vez de ser um meio de financiamento de investimentos essenciais para o país, ela é antes um mecanismo de apropriação de grandes parcelas da riqueza socialmente produzida por esse pequeno grupo e de “chantagem” do governo por parte dos agentes financeiros,<sup>43</sup> inclusive internacionais. Os efeitos sobre o investimento produtivo privado também são evidentes, já que o custo de oportunidade deste eleva-se: os bancos possuem menos interesse em emprestar e as empresas, em investir. Desse modo, a depender dos bancos e dos investidores institucionais, o rentismo continuará sendo o carro-chefe do capitalismo brasileiro.

---

40 “Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Os *dealers* atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos. Atualmente, o Tesouro Nacional possui 12 *dealers*, dos quais nove são bancos e três são corretoras ou distribuidoras independentes” (TESOURO NACIONAL, 2020).

41 Embora se questione esse dado por presumidamente incluir a “rolagem” da dívida, um relatório recente do Tribunal de Contas da União confirmou a informação: “No que concerne ao propósito do endividamento, **R\$ 1,4 trilhão das despesas públicas corresponderam ao pagamento de juros, encargos e amortização da dívida**, e R\$ 622,5 bilhões a despesas não-financeiras” (TCU, 2021 - negrito no original).

42 “O endividamento improdutivo refere-se ao aumento da dívida pública decorrente da emissão de novos títulos para financiar a dívida passada. Basicamente, consiste na rolagem da dívida pública sem impactos positivos nas finanças públicas e no crescimento econômico” (BRUNO; CAFFÉ, 2015, p. 55).

43 As reformas da previdência já realizadas e as reformas tributárias e administrativas sempre em vista são bons exemplos disso. Em vez de se discutir a dívida pública (e o sistema tributário regressivo do país), cria-se um alarmismo diversionista para cortar direitos sociais de forma a liberar recursos para o pagamento de juros.

## Referências

ABRAPP, R. **Consolidados Estatísticos Abrapp - 2010**, 2011. Disponível em: <[https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2020/09/Consolidado\\_Estatistico\\_2010\\_12.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2020/09/Consolidado_Estatistico_2010_12.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2021

ABRAPP, R. **Consolidados Estatísticos Abrapp - 2020**, 2021. Disponível em: <[https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico\\_12\\_2020.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico_12_2020.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2021

ALVES, A. **B3, ex-BM&FBovespa/Cetip, nasce como 5ª maior bolsa do mundo**. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2017/03/b3-ex-bm-fbovespacetip-nasce-como-5-maior-bolsa-do-mundo.html>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Dezembro/2011**, jan. 2012. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2012

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Fevereiro/2021**, fev. 2021a. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)>. Acesso em: 15 mar. 2021

ANBIMA. **Ranking de gestores de fundos de investimento**. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm)>. Acesso em: 4 jul. 2021b.

ANBIMA. **Ranking de administradores de fundos de investimento**. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm)>. Acesso em: 4 jul. 2021c.

AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA. **Gastos com a dívida pública cresceram 33% em 2020** Auditoria Cidadã da Dívida, 29 jan. 2021. Disponível em: <<https://auditoriacidada.org.br/conteudo/gastos-com-a-divida-publica-cresceram-33-em-2020/>>. Acesso em: 8 jul. 2021

B3. **Ibovespa | B3**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm)>. Acesso em: 30 maio. 2019a.

B3. **Índice Ibovespa - Ibovespa - Composição da carteira**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm)>. Acesso em: 14 abr. 2018b.

B3. **B3 - Relações com Investidores - “Banco de Dados”, planilha “Valor de mercado”**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 27 abr. 2018c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **BC - Relatório de Economia Bancária, 2018**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/31122018>>. Acesso em: 4 jul. 2021.

BRONZATI, A. **Ativos de bancos somam R\$ 7,4 trilhões e superam PIB**. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2020/05/25/ativos-de-bancos-somam-r-74-trilhoes-e-superam-pib.htm>>. Acesso em: 4 jul. 2021.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil (cap.2). In: BRUNO, M. (Ed.). **População, Espaço e Sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de

Janeiro: IBGE, 2015. p. 334.

CAMARGO, P. O. **A evolução recente do setor bancário no Brasil**. São Paulo: Editora UNESP, 2009.

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

CHESNAIS, F. (ED.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998a.

CHESNAIS, F. Introdução Geral. In: CHESNAIS, F. (Ed.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998b. p. 11–33.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Ed.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo, SP: Boitempo, 2005. p. 35–67.

CHESNAIS, F. **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**. Leiden ; Boston: Brill Academic Pub, 2016.

CVM. **Impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo**, abr. 2017. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Impactos\\_da\\_Recompra\\_de\\_Acoes\\_em\\_Bolsa\\_na\\_Liquidez\\_de\\_Longo\\_Prazo\\_\\_AIR\\_\\_Site.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Impactos_da_Recompra_de_Acoes_em_Bolsa_na_Liquidez_de_Longo_Prazo__AIR__Site.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2021

DE CONTI, B. **TD 2175 (IPEA) - Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos**, fev. 2016a. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_2175.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2175.pdf)>. Acesso em: 27 set. 2017

DE CONTI, B. **TD 2216 (IPEA) - Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013)**, ago. 2016b. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=28282](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28282)>. Acesso em: 27 set. 2017

DIEESE. **Desempenho dos bancos em 2010**, abr. 2011. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/notatecnica/2011/notaTec97bancos.pdf>>. Acesso em: 4 jul. 2021

DIEESE. **Desempenho dos bancos em 2019**, 2020. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2020/desempenhoDosBancos2020.html>>. Acesso em: 5 jul. 2021

DOWBOR, L. **A crise financeira sem mistérios**. Disponível em: <<http://diplo.org.br/2009-01,a2772>>. Acesso em: 4 jan. 2017.

FARNETTI, R. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, F. (Ed.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 183–210.

FENAPREVI. **Caderno de cobertura de pessoas: planos de acumulação - 2018**, 15 mar. 2019. Disponível em: <<https://fenaprevi.org.br/data/files/39/95/1B/AA/7A55A-6103088F4A63A8AA8A8/CADERNO%20DE%20COBERTURA%20DE%20PESSOAS%20-%20PLANOS%20DE%20ACUMULA%C3%87%C3%83O%20-%20DEZ.2018.pdf>>. Acesso em: 4 jul. 2021

FENAPREVI. **Caderno de cobertura de pessoas: planos de acumulação - 2019**, 16 mar. 2020. Disponível em: <<https://fenaprevi.org.br/data/files/39/95/1B/AA/7A55A->



6103088F4A63A8AA8A8/CADERNO%20DE%20COBERTURA%20DE%20PESSOAS%20-%20PLANOS%20DE%20ACUMULA%C3%87%C3%83O%20-%20DEZ.2018.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2021

FEVEREIRO, J. L. Dívida pública, problema ou solução. In: MARINGONI, G.; MEDEIROS, J.; RAMOS, A. (Eds.). . **Cinco mil dias: o Brasil na era do lulismo**. 1ª edição ed. São Paulo, SP: Boitempo Editorial : Fundação Lauro Campos, 2017. p. 107–115.

GENTIL, D. **A Política Fiscal e a Falsa Crise da Seguridade Social Brasileira – Análise financeira do período 1990-2005**. Tese de Doutorado—Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2006.

GILES, S. et al. **Mutual funds in developing markets : addressing challenges to growth**. [s.l.] The World Bank, 1 jan. 2015. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/495801467992512451/Mutual-funds-in-developing-markets-addressing-challenges-to-growth>>. Acesso em: 20 mar. 2017.

GORENDER, J. Apresentação do Capital de Marx. In: MARX, K. (Ed.). . **O capital: crítica da economia política (Vol. I)**. Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HARVEY, D. **The Limits to Capital**. London ; New York: Verso, 2006.

ICI. **2007 Annual Report to Members - Investment Company Institute**, 2008. Disponível em: <[https://www.ici.org/system/files/attachments/07\\_ici\\_annual.pdf](https://www.ici.org/system/files/attachments/07_ici_annual.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2021

ICI. **2008 Annual Report to Members - Investment Company Institute**, 2009. Disponível em: <[https://www.ici.org/system/files/attachments/08\\_ici\\_annual.pdf](https://www.ici.org/system/files/attachments/08_ici_annual.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2021

ICI. **2013 Investment Company Fact Book**. Disponível em: <[https://www.ici.org/pdf/2013\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2013_factbook.pdf)>. Acesso em: 13 ago. 2018.

**Ipeadata**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

LAPYDA, I. **Cotações da morte**, 30 abr. 2021. Disponível em: <<https://aterraeredonda.com.br/cotacoes-da-morte/>>. Acesso em: 4 jul. 2021

LORDON, F. Fechar a Bolsa? **Le Monde Diplomatique Brasil**, 3 fev. 2010.

MARX, K. **O capital: crítica da economia política (Livro II, Vol. III)**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

PARK, J. **Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development - IMF Working Paper 12/224**, set. 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf>>. Acesso em: 9 fev. 2017

PAULANI, L. Seguridade social, regimes previdenciários e padrão de acumulação: uma nota teórica e uma reflexão sobre o Brasil. In: FAGNANI, E. (Ed.). . **Previdência social: como incluir os excluídos?** Debates contemporâneos. Economia social e do trabalho. Campinas : São Paulo: CESIT, Unicamp, IE-Instituto de Economia ; Editora LTR, 2008.

PLANTIER, C. **Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 31 mar. 2014. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2421131>>. Acesso em: 30 set. 2017.

ROCHA, M. A. M. DA. **Grupos econômicos e capital financeiro : uma história recen-**

**te do grande capital brasileiro.** Tese de Doutorado—Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 2013.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F. (Ed.). . **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências.** 1ª ed. São Paulo, SP: Boitempo, 2005. p. 109–132.

SILVA, F. L. DA et al. Evolução do Mercado Segurador e crescimento econômico no Brasil. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)**, v. 2, n. 2, p. 21–36, 2015.

SUSEP. **9º Relatório de análise e acompanhamento dos mercados supervisionados**, 30 maio 2021. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/menuestatistica/SES/relat-a-comp-mercado-2021.pdf>>. Acesso em: 4 jul. 2021

TCU. **Dívida pública passa de R\$ 5 trilhões em 2020.** Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/divida-publica-federal-passa-de-r-5-trilhoes-em-2020.htm>>. Acesso em: 15 jun. 2021.

TESOURO NACIONAL. **Dealers: Sistema de dealers do Tesouro Nacional.** Disponível em: <<https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>>. Acesso em: 4 jul. 2021.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal, 2020.** Disponível em: <[https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:37047](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:37047)>. Acesso em: 4 jul. 2021.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66–109, 2011.

WORLD BANK. **Interest rate spread (lending rate minus deposit rate, %) | Data.** Disponível em: <[https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most\\_recent\\_value\\_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most_recent_value_desc=true)>. Acesso em: 4 jul. 2021.

# 3

## **Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações ao desenvolvimento nacional**

*José Celso Cardoso Jr.<sup>1</sup>*

### **Resumo**

Este texto procura lançar luz sobre um tema bastante complexo para a economia brasileira contemporânea. Trata-se da transmutação do fundo público, entendido aqui como o conjunto de recursos reais (já criados pela dinâmica econômica pretérita) e potenciais (a serem criados ou antecipados no presente, além daqueles projetados a futuro) em poder do Estado nacional.

A origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos sociais, empresariais e estatais amplos, por meio dos quais toda a arrecadação primária do governo se realiza, mas cujo destino toma, crescentemente, o caminho da apropriação concentrada de parte considerável de tais recursos em poder de segmentos ou agentes econômicos

pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados.

Assim, a transmutação do fundo público se processa, no caso brasileiro, por meio da montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal. Ela precisa, portanto, ser compreendida segundo uma dupla perspectiva. De um lado, significa transformação de recursos reais, derivados do sistema econômico produtivo por meio da arrecadação tributária primária, em recursos financeiros que a partir de então engendram mecanismos autônomos e endógenos de valorização aos quais chamamos de processo de financeirização, o

---

1 Doutor em Desenvolvimento pelo IE-Unicamp, desde 1997 é Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA. Atualmente, exerce a função de Presidente da Afipea-Sindical e nessa condição escreve esse texto. Agradecimento especial deve ser conferido à Victoria Evelylyn C. Moraes Sousa pela ajuda na elaboração e atualização de dados e aos amigos Lício da Costa Raimundo, Bráulio Santiago Cerqueira e Paulo Kliass pela permissão de uso e reelaboração de partes específicas de textos escritos em coautoria com cada um anteriormente, isentando-os pelos erros e omissões aqui remanescentes. E a Leandro Couto e Júlia Rodrigues, coordenadores do projeto e livro sobre Governança Orçamentária no âmbito do Ipea, pela permissão de uso desse texto na série de Cadernos da Reforma Administrativa do Fonacate. Por fim, também agradeço críticas e sugestões dos seguintes colegas que, mui generosamente, leram e comentaram a versão ora publicada: Bruno Moretti, Daniel Conceição, Miguel Bruno e Ilan Lapyda, isentando-os por erros e omissões remanescentes no texto.

qual ajuda a configurar no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais. De outro lado, a transmutação compreende a própria mudança de titularidade/propriedade do capital, de uns para outros agentes econômicos, processo esse que chamamos de privatização das finanças públicas.

Em muitos lugares do mundo, mas em particular no Brasil, isso assume um caráter disfuncional, pois aqui ocorre algo

como uma socialização ampla e intensa da arrecadação/expropriação tributária no processo de formação do fundo público, ao mesmo tempo que uma destinação/apropriação privada do gasto público, igualmente intensa, porém concentrada em poucos e privilegiados setores/agentes econômicos, com consequências deletérias para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista no país.



## 1. Introdução: conceitos e contexto no Brasil

*"A expressão 'financeirizado' incomoda à esquerda e à direita. Os da esquerda imaginam que o capitalismo se dedica, sobretudo, à produção de mercadorias ao explorar a força de trabalho e os bancos existem para financiar os negócios produtivistas. A turma da direita se aborrece ao constatar que o capitalismo financeiro é acusado de promover péssima alocação de recursos."*

(L. G. Belluzzo, *Patrimonialismo Privativante*, Carta Capital, 18 agosto 2021, pg. 41)

Este texto procura lançar luz sobre um tema bastante complexo para a economia brasileira contemporânea, vale dizer: para a sua dinâmica capitalista e algumas das suas implicações sociais, políticas e territoriais mais importantes. Trata-se da *transmutação do fundo público*, entendido aqui como o conjunto de recursos reais (já criados pela dinâmica econômica pretérita) e potenciais (a serem criados ou antecipados no presente, além daqueles projetados a futuro) em poder do Estado nacional.

A origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos sociais, empresariais e estatais amplos, por meio dos quais toda a arrecadação primária do governo se realiza, mas cujo destino toma, crescentemente, o

caminho da apropriação concentrada de parte considerável de tais recursos em poder de segmentos ou agentes econômicos pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados. Eles assim o são, frente aos demais segmentos, agentes econômicos e setores sociais que na verdade estão na base da criação do fundo público nacional. Desta maneira, a transmutação do fundo público se processa, no caso brasileiro, por meio da montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal.

Dito isso, a transmutação do fundo público precisa ser compreendida segundo uma dupla perspectiva. De um lado, ela significa transformação de recursos reais, derivados do sistema econômico produtivo por meio da arrecadação tributária primária, em recursos financeiros que a partir de então engendram mecanismos autônomos e endógenos de valorização aos quais chamamos de processo de *financeirização*, o qual ajuda a configurar no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais.<sup>2</sup> De outro lado, a transmutação compreende a própria mudança de titularidade/propriedade do capital, de uns para outros agentes econômicos, processo esse que chamamos de *privatização* das finanças

2 Pierre Salama (2014) fala de duas faces das finanças no capitalismo: uma face "virtuosa", desenvolvimentista; outra face "viciosa", meramente rentista e parasitária: *"Com o desenvolvimento da finança, com o desenvolvimento de produtos financeiros sofisticados, permite-se assim e em abstrato o desenvolvimento do capital, porque o ciclo do capital pode ocorrer somente se as atividades financeiras permitem que o capital produtivo seja valorizado. O desenvolvimento de um setor industrial cada vez mais sofisticado exige mais do que proporcionalmente o desenvolvimento do setor financeiro. O desenvolvimento das finanças, deste ponto de vista, é virtuoso. Por outro lado, as atividades financeiras também são parasitárias e predadoras. Com a globalização financeira e a liberalização dos mercados, a face 'viciosa' da finança tende a prevalecer sobre a face virtuosa. Diz-se então que a finança, o financiamento das empresas tende a transformar-se em financeirização. Aí há uma viragem em direção à 'financeirização' quando o desenvolvimento destas atividades obedece sobretudo à: i) filosofia de valor para os acionistas e ao crescente poder dos acionistas; e ii) atração de novos produtos financeiros por si mesmos, ao invés do objetivo de reduzir o risco assumido no financiamento produtivo. Desta maneira, a concepção da empresa a favor da lógica do valor acionista foi rapidamente imposta durante estas duas últimas décadas. As relações entre os gestores e os acionistas mudaram. O principal objetivo da empresa é o de cada vez mais aumentar o valor das ações e dos dividendos pagos."* É, portanto, dessa dimensão viciosa da financeirização que estamos a tratar nesse estudo.

públicas.<sup>3</sup>

Em muitos lugares do mundo, mas em particular no Brasil, isso assume um caráter disfuncional, pois aqui ocorre algo como uma *socialização ampla e intensa da arrecadação/expropriação tributária* no processo de formação do fundo público, ao mesmo tempo que uma *destinação/apropriação privada do gasto público*, igualmente intensa, porém concentrada em poucos e privilegiados setores/agentes econômicos. Explico melhor o argumento, centrando o caso brasileiro apenas em termos do governo federal, com vistas a facilitar o entendimento geral do fenômeno.

O fundo público total de uma economia como a brasileira é formado pelo conjunto de tributos (impostos, contribuições sociais, taxas, multas etc.) que o governo consegue extrair de modo direto (leia-se: por meio da arrecadação primária) da coletividade, vale dizer: das pessoas físicas, famílias, empresas e até mesmo dos níveis subnacionais de governo. Ele é também composto por recursos potenciais (isto é, ainda não previamente existentes ou de-

correntes da tributação pretérita), os quais dependem, no entanto, da visão e postura mais ou menos ativa dos governantes acerca do uso da política monetária e fiscal para fins concretos. Por exemplo: a *emissão monetária* para financiar gastos públicos de combate a uma calamidade social ou ambiental qualquer, bem como a *emissão de dívida pública* (mediante a venda primária de títulos públicos contra a promessa de pagamento de juros positivos a futuro sobre os mesmos) para financiar um investimento novo ou simplesmente fazer rolar a dívida pública pretérita em novas bases (prazos e juros), são ambas, formas de antecipar poder de compra (leia-se: poder de gasto público) do futuro ao presente, razão pela qual tais recursos potenciais contidos nas políticas monetária e fiscal de um governo soberano (que emite sua própria moeda e cuja dívida pública está predominantemente lastreada na mesma moeda) devem ser também considerados partes integrantes do fundo público em dado momento do tempo.

Sabemos que, a rigor, em uma economia monetária da produção, cujo país emite

---

3 A construção teórico-histórica do conceito de *financeirização* pode ser vista ao longo dos trabalhos de CHESNAY (1996, 1998, 2005 e 2012) e num livro recente de LIN e NEELY (2019), que se propõe a demonstrar a correlação entre financeirização do capitalismo contemporâneo e explosão das desigualdades, tomando como exemplo empírico o caso dos EUA. Os autores mostram que o crescimento do setor financeiro transformou drasticamente a economia americana, redistribuindo recursos de trabalhadores e famílias para as mãos de proprietários, executivos e profissionais do mundo financeiro. Já os seus desdobramentos e aplicações ao caso brasileiro estão presentes em PAULANI (2008), TEIXEIRA e PINTO (2012), BRUNO e CAFÉ (2015 e 2017), LAVINAS e GENTIL (2018) e CARVALHO, MIRANDA e GAMBI (2017). Nesse último trabalho citado, em linha com o presente texto, os autores afirmam que: “No Brasil, o processo de financeirização passa, necessariamente, pelo Estado e é liderado pelo endividamento público, considerado o eixo principal da acumulação rentista-patrimonial no país. Esse processo se intensificou, principalmente, a partir dos anos de 2000, devido à política de manutenção de taxa de juros elevadas e, consequentemente, intrincado às finanças do setor público, de modo que seus gastos financeiros favorecessem a transferência da riqueza aos detentores da dívida pública. O que se observou de 2008 a 2014 no país foi um aumento da transferência da receita do governo e do PIB para o pagamento de amortização e juros dessa dívida, o que tem conduzido a uma estrutura financeira-patrimonial mais frágil do setor público. Assim, os ajustes fiscais acabam por visar aos anseios dos credores do Estado e não necessariamente garantir o financiamento dos gastos sociais e do investimento público. O índice de fragilidade financeira aplicado ao setor público no período referido acima foi suficiente para constatar o processo de aumento da fragilidade do governo brasileiro. Os resultados obtidos permitem concluir que a fragilidade do setor público tende a aumentar, na medida em que se eleva a transferência de riqueza da economia real para os detentores dos títulos da dívida pública. A financeirização brasileira, ironicamente liderada pelo Estado, é a fonte de sua própria fragilidade financeira, de uma débil economia real, de uma insuficiente política social e de uma poderosa elite rentista.” (op. cit, pg. 27). É, portanto, dessa mudança/concentração de titularidade do capital financeirizado, que se opera, no caso brasileiro, em grande medida sob os auspícios do próprio Estado, que chamamos de privatização das finanças públicas nacionais.

sua própria moeda e as dívidas e demais haveres financeiros estão expressos nessa moeda, o governo não precisa arrecadar antes para gastar depois, pois em última instância ele sempre vai poder emitir para se autofinanciar, ainda que, em condições de pleno emprego dos fatores de produção, isso possa gerar inflação e desequilíbrios reais como resultado não desejável dessa prática.<sup>4</sup> De todo modo, mesmo sendo assim, é necessário que haja um sistema de tributação obrigatório (e preferencialmente progressivo, se um dos objetivos desse país for também produzir justiça tributária e redistributiva), a ser honrado nessa moeda de curso legal, de modo que os agentes econômicos tenham que demandar e usar essa moeda para pagar os respectivos tributos e também para realizar suas próprias transações privadas, legitimando-a como moeda nacional preferencial, ao mesmo tempo que reconhecem e legitimam o próprio poder político do Estado no campo da criação e gestão da moeda nesse espaço territorial.

No caso brasileiro, apesar da sua estrutura tributária diferenciadamente confusa, eventualmente onerosa e majoritariamente regressiva, a qual, dependendo do tributo em questão, penaliza proporcionalmente mais as camadas de mais baixa renda que as de média e altas rendas e riqueza do país, o fundo público total consegue, em função da diversidade de tributos, alíquotas e bases de incidência que possui, envolver praticamente a totalidade das atividades econômicas, fluxos monetários, estoques de riqueza, pessoas físicas, famílias e empresas no seu cômputo geral. Em outras palavras, isso significa que, a despeito dos problemas próprios da estrutura tributária brasileira, sobretudo em termos de sua incidência social e sua composição final, que

ao privilegiar mais a arrecadação indireta sobre bens e serviços que a direta sobre os fluxos de renda e estoques de riqueza (patrimônio), acaba produzindo um viés *anti-crescimento*, *anti-social* e *anti-federação* (OLIVEIRA, 2009), o fato concreto é que o fundo público dela derivado possui um caráter econômico, social e territorial bastante abrangente. Em suma: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação geral do fundo público nacional (aqui considerado apenas aquele em âmbito federal, para fins didáticos).

Mas dito isso, é importante entender que, em termos lógicos, uma vez composto o fundo público real ou primário, uma parte dele é convertida em custeio permanente da própria máquina pública, outra é convertida em políticas, gastos e investimentos públicos correspondentes ao arco total de programas e ações governamentais, supostamente portadores do projeto desejado de transformação ou manutenção do desenvolvimento nacional, e uma terceira parte é destinada correntemente à rolagem e/ou amortização da dívida pública federal. Enquanto as duas primeiras partes podem ser explicadas, ainda em termos lógicos, como a *transmutação* do fundo público arrecadado de toda a sociedade em gastos reais específicos (vale dizer: gastos sociais, setoriais e territoriais específicos), a terceira parte corresponde, por sua vez, ao montante do fundo público real/primário que se *transmuta* em gasto público financeiro necessário à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental contraída. Desde sempre, seja para financiar/alavancar (por meio da antecipação de poder de compra estatal que ela representa em sua origem) seus gastos reais destinados originalmente às duas partes citadas no início, seja para

4 De modo muito resumido, este é um dos fundamentos da MMT, a chamada teoria monetária moderna. A respeito, ver em DALTO ET ALLI (2020) um resumo bastante didático da mesma. E para uma crítica correta, ver BELLUZZO, RAIMUNDO e ABOUSCHEDID (2021).

(auto)financiar/rolar, de modo permanente – e tendencialmente crescente – ao longo do tempo, em função do processo da *financeirização* que se vai tornando dominante nesta economia, os gastos financeiros do governo contra si mesmo, mas a favor de seus credores, os quais são um subconjunto desde sempre reduzido, privilegiado e poderoso em fazer valer tais compromissos creditícios-financeiros do Estado para consigo.

Deste modo, historicamente no Brasil, por exemplo desde 1964, com o PAEG, o Plano de Ação Econômica do Governo militar então instalado no poder, que para além dos objetivos contracionistas imediatos, visando combater a inflação do momento, implementou, dentre outras, reformas institucionais duradouras nos campos da tributação (alargamento das bases de arrecadação, aumento e centralização da carga tributária em âmbito federal) e do sistema financeiro nacional (criação do Banco Central do Brasil e fortalecimento da gestão monetária e da dívida pública), mas sobretudo desde a CF-1988, está em curso um processo (não linear, mas com direção definida) de *privatização das finanças públicas* federais, que se manifesta por meio da financeirização da Dívida Pública Federal e da sua gestão pelas autoridades monetária (BCB) e fiscal (STN) do país. Na antessala desse fenômeno, estão medidas de liberalização financeira, de consolidação de regras fiscais disfuncionais à gestão da demanda agregada e do pleno emprego, de estímulo à desindustrialização e de impulso à reprodução fictícia da riqueza, expressa nas altas lucratividades das atividades de intermediação financeira e na centralidade dos ganhos de

tesouraria para as atividades produtivas, mesmo em empresas não-financeiras.<sup>5</sup>

Aparentemente uma contradição em termos, ao chamarmos o processo de transmutação do fundo público, sobretudo a financeirização da dívida pública (e a forma predominante da sua gestão/governança), de **privatização das finanças públicas**, queremos com isso chamar atenção para o fato de que, por detrás dos mecanismos econômico-financeiros subjacentes, aparentemente neutros ou simplesmente técnicos, com o que tal fenômeno é costumeiramente apresentado à sociedade, existe na realidade um processo extraordinariamente desigual de apropriação e enriquecimento financeiro. Este processo favorece, sobremaneira, determinados segmentos numericamente minoritários da população, geralmente travestidos de agentes econômicos, tais como bancos comerciais, bancos de investimento, seguradoras, corretoras, fundos de pensão e agentes estrangeiros, os quais são não apenas os maiores operadores desse processo, como também os seus principais beneficiários diretos (LAPYDA, 2021). Trata-se, portanto, de fenômeno por meio do qual se vão consolidando duas situações antagônicas entre si.

De um lado, normativos constitucionais – tais como as Emendas Constitucionais (EC) n. 01/1994, n. 10/1996, n. 17/1997, n. 27/2000, n. 56/2007, n. 68/2011, n. 93/2016, n. 95/2016, além das Propostas de Emenda Constitucional (PEC) n. 186/2019 (dita emergencial, aprovada em 2021 como EC 109), n. 187/2019 (de extinção de fundos públicos), n. 188/2019 (de reorganização do pacto federativo), e n. 32/2020 (da cha-

---

5 Uma série de autores vem discutindo, sob prismas variados, a questão da financeirização da economia no Brasil e no mundo, e as implicações nefastas desse fenômeno sobre a própria dinâmica capitalista em cada caso concreto. Em especial, ver: BRAGA (1993; 1997), CHESNAIS (1996; 1998; 1999; 2012), BELLUZZO e ALMEIDA (2002), BELLUZZO e BASTOS (2015), BERCOVICI (2005), BERCOVICI e MASSONETO (2016), BRUNO e CAFÉ (2015; 2017), CBJP (2000); DOWBOR (2017; 2019), FATTORELLI (2018), FEVEREIRO (2017), FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO (2019), GONTIJO e OLIVEIRA (2009), IBASE (2007; 2009), LAPYDA (2019; 2021), MASSONETO (2006), PALHARES (2014), PLAT (2017), TOUSSAINT (2002), VIANA (2009), VIGUERAS (2012).



mada reforma administrativa) – e medidas infraconstitucionais (com destaque para a Lei Complementar n. 01/2000, chamada Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF), além de vários dispositivos de controle e punição aplicados quase que anualmente por meio das Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e Leis Orçamentárias Anuais (LOA), que primam pelo **enrijecimento da gestão/execução orçamentária e criminalização do gasto público real**, sobretudo o de natureza orçamentária, justamente aquele que é responsável pelo custeio de todas as despesas correntes, tanto as intermediárias/administrativas, como as finalísticas destinadas à implementação das políticas públicas em todas as áreas de atuação federal.

De outro lado, normativos constitucionais, dos quais a EC 95/2016 do teto de gastos e a PEC 187/2019 dos fundos públicos são bastante expressivos, bem como infraconstitucionais, como por exemplo: Lei 9.249/95, Lei 11.803/2008, e Lei 13.506/2017, que blindam o sistema financeiro brasileiro da punição criminal sobre os ilícitos financeiros cometidos, tais como evasão de divisas, fraudes e remessas a paraísos fiscais (DELGADO, 2018; FATORELLI, 2018). Todos esses regramentos sinalizam para ampla liberdade, blindagem política (a exemplo da recém aprovada “autonomia” do Banco Central) e grande raio de manobra para o gasto público financeiro, isto é, a **flexibili-**

**zação sem limite superior e a blindagem normativa e institucional do gasto público financeiro**, justamente o oposto do tratamento que vem sendo conferido ao gasto primário real do setor público brasileiro.

Uma relação não exaustiva dos regramentos mais importantes derivados do processo de privatização das finanças públicas no Brasil, com ênfase clara sobre o enrijecimento e criminalização do gasto público real, ao mesmo tempo que sobre a flexibilização e blindagem do gasto público financeiro, pode ser vista no Anexo 1 ao final do texto, constituindo-se no principal conjunto de evidências empíricas a embasar a argumentação e teses principais deste ensaio.<sup>6</sup>

Neste trabalho, portanto, sustenta-se a ideia de que as implicações desse duplo processo acima sintetizado são perniciosas para a dinâmica de crescimento econômico, bem como para as condições de reprodução social da população. Posto tratar-se, em sentido amplo, de *opção política de política econômica e de redesenho constitucional*, esse arranjo normativo e institucional que se está consolidando no país é passível de contestação teórica e empírica, razão pela qual é importante desnudar as suas implicações e apontar alternativas críveis para redesenhar a referida institucionalidade, com vistas à promoção de um desempenho econômico e social mais

6 BELLO, BERCOVICI e LIMA (2019: pg. 1800) ajudam a esclarecer o fenômeno: “A adoção das políticas ortodoxas de ajuste fiscal e a implementação das medidas de redução do papel do Estado na economia e de atração de investimentos estrangeiros fez com que se tornasse necessário garantir determinadas medidas de política econômica mesmo contra as maiorias políticas, gerando um processo de reformas constitucionais em vários países, cujo objetivo foi “constitucionalizar a globalização econômica”. Com a garantia dos investimentos constitucionalizada e a retórica sobre “segurança jurídica”, “regras claras”, “respeito aos contratos”, “Estado de direito” (ou “Rule of Law”) sendo utilizada contra qualquer atuação estatal que contrarie os interesses econômicos dominantes, instituiu-se um fenômeno denominado “blindagem da constituição financeira”, ou seja, a preponderância das regras vinculadas ao ajuste fiscal e à manutenção da política monetária ortodoxa que privilegia os interesses econômicos privados sobre a ordem constitucional econômica e as políticas distributivas e desenvolvimentistas. A Emenda Constitucional nº 95, de 2016, que instituiu o “Novo Regime Fiscal” e suspendeu a Constituição de 1988 por vinte anos, se insere neste fenômeno, que ocorre em um contexto de estado de exceção econômica permanente, em que se utilizam as medidas emergenciais a todo o momento para salvar os mercados, caracterizando uma subordinação do Estado ao mercado, com a exigência constante de adaptação do direito interno às necessidades do capital financeiro, que busca reduzir a deliberação democrática ao mínimo necessário, como se esta fosse uma mera formalidade.”

condizente com o potencial e anseios de crescimento e de inclusão do país.

Assim, é preciso avançar sobre o tema das finanças públicas no Brasil, já que: i) todas as iniciativas e justificativas de desmonte de direitos sociais e dos trabalhadores dos últimos governos, desde 2015 e com maior força a partir de 2016, assentam-se na falácia de que o Estado brasileiro é grande, caro e ineficiente – “está quebrado”, no jargão corrente! – e, portanto, apenas reformas fiscais estruturais e de longo prazo poderiam resgatar a credibilidade e colocar a economia no rumo de um crescimento maior e mais perene; ii) o ajuste fiscal, concentrado na farta produção de restrições legais e administrativas aos gastos primários (vale dizer: em investimentos públicos, em políticas sociais e com o funcionalismo), jamais terminará, porque nem a economia, nem as receitas públicas, nem os resultados fiscais se recuperam, o que coloca direitos e população sob ameaças eternas; iii) os lucros e sua concentração aumentaram e se sustentaram no agronegócio, nos grandes grupos varejistas e nos bancos, sobretudo em função de estratégias de valorização financeira dos seus portfólios, a partir do longo período de semiestagnação que se estabeleceu como norma desde 2015 e prosseguiu mesmo durante a crise pandêmica atual; iv) o debate sobre finanças públicas no Brasil, diferentemente da sua direção observada no resto do mundo hoje, é altamente fechado ao contraditório pelo respaldo que a narrativa dos governos brasileiros encontra na grande mídia e no empresariado, ideologicamente interessados na agenda liberal de mercado.

Sobre isso, vale esclarecer que, na visão econômica liberal de mercado, tudo se passa como se a relação “dívida pública / PIB” (quanto menor, melhor) fosse o indicador principal a orientar os comportamentos empresariais individuais, pois da suposta capacidade estatal em honrar, intertemporalmente, os seus compromissos financeiros

com os respectivos credores (famílias e sobretudo empresas) é que adviriam a confiança privada e o estímulo governamental indireto para as decisões microeconômicas de gastos correntes e novos investimentos. Reside aqui, portanto, toda a fundamentação pretensamente técnica que objetiva justificar (e aplicar) o conjunto de políticas públicas de austeridade fiscal (mas obviamente não a austeridade financeira) por meio da redução permanente de gastos públicos reais. Deixando de lado: i) a questão quase anedótica presente neste tipo de pensamento economicista, simplista e determinista; e ii) de que são inúmeras e frágeis as mediações (lógicas, teóricas e históricas) necessárias entre esta possível causa (uma baixa relação “dívida/PIB”) e sua possível consequência (a confiança empresarial mínima necessária para a adoção de atitudes microeconômicas no sentido da contratação real de fatores de produção); resta ainda a dúvida sincera de porque, afinal de contas, os liberais acreditam que a redução da citada relação “dívida/PIB” depende, única ou predominantemente, da redução forçada da dívida (mediante redução permanente dos gastos reais primários do governo) e não do aumento da arrecadação tributária ou do produto interno bruto, ou ao menos, de uma combinação mais óbvia e virtuosa de todos os componentes desta equação.

Enfim, para avançar além do que foi dito até aqui, este ensaio se organiza em mais quatro seções, além dessa introdução e das considerações finais. Na seção 2 procura-se avançar na caracterização do que acima chamamos de processo de *enrijecimento da gestão/execução orçamentária e criminalização do gasto público real*. Na seção 3 fazemos o mesmo para o acima chamado de processo de *flexibilização sem limite superior e blindagem normativa e institucional do gasto público financeiro*. Na seção 4, à guisa de conclusão, tecemos considerações sobre algumas das mais *ne-*

*gativas implicações econômicas e sociais* derivadas da soma de ambos os processos reais sobre as (im)possibilidades de desenvolvimento nacional e buscamos apontar algumas linhas mestras a partir das quais poderia o país sair dessa armadilha complexa e infrutífera.

## 2. O Processo de Enrijecimento e Criminalização do gasto público real no Brasil

A partir de uma análise de conjunto, derivada do quadro no Anexo 1 (Atos Normativos e Linha do Tempo da Privatização das Finanças Públicas no Brasil), é possível constatar a montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional de índole *fiscalista* e *financista* no Estado brasileiro, arranjo este responsável pelo fenômeno de **privatização das finanças públicas** nacionais que estamos buscando definir e caracterizar neste texto.

Por *índole fiscalista* entenda-se o conjunto de medidas que, desde a Lei de Finanças de 1964 (Lei 4.320/1964), passando pela Lei Complementar n. 101/2000 (conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF), pela Emenda Constitucional n. 95/2016 (que instituiu o Novo Regime Fiscal, a vigorar por vinte exercícios financeiros, estabelecendo limites individualizados para as despesas primárias), até chegar ao pacote de Propostas de Emenda Constitucional (PEC) n. 186/2019 (convertida na EC 109/2021), PEC n. 187/2019 (que propõe, fundamentalmente, a extinção de fundos públicos com vistas ao redirecionamento de recursos para um suposto abatimento da dívida pública), PEC n. 188/2019 (que visa à extinção do PPA, cortes de gastos com pessoal e reorganização do arranjo fiscal interfederativo) e PEC 32/2020 (pretensamente chamada de reforma administrativa), vai-se consolidando um arranjo normativo e institucional que engendra, por um lado, um processo de *enrijecimento do gasto público real e criminalização da*

*sua gestão/execução orçamentária*.

De outro lado, por *índole financista* entenda-se o conjunto de medidas que, em par àquelas citadas acima e tantas outras presentes no Anexo 1, tais como a Lei nº 9.249/95, a Lei nº 11.803/2008 e a Lei 13.506/2017, protegem judicial e politicamente o sistema financeiro brasileiro da punição criminal contra ilícitos financeiros cometidos, tais como evasão de divisas, fraudes e remessas a paraísos fiscais. Todos esses regramentos sinalizam para ampla liberdade, a exemplo da recém aprovada autonomia do Banco Central (PLP 19/2019, sancionado em fev/2021), e grande raio de manobra para o gasto público financeiro, isto é, para a sua *flexibilização sem limite superior e blindagem legal*, justamente o oposto do tratamento que vem sendo conferido ao gasto primário real do setor público brasileiro.

Tudo somado, ambos os processos fazem com que o Estado brasileiro, por meio do dito arranjo normativo e institucional de finanças públicas, venha sendo, historicamente, conduzido e constrangido a atuar mais perfilado a atender aos interesses empresariais imediatos e do processo de acumulação financeira, que os interesses diretos e prementes de sua população, a grande maioria, aliás, ainda distante da cidadania efetiva e do desenvolvimento integral da nação. Assim, por meio dos atos normativos listados na linha do tempo do fenômeno da privatização das finanças públicas no Brasil (Anexo 1), é possível demonstrar que vem se desenvolvendo no país um processo contínuo de institucionalização, de cunho ao mesmo tempo fiscalista e financista, e um enrijecimento jurídico-normativo das funções de orçamentação e controle interno dos gastos públicos, tudo isso a partir de uma contradição associada à retórica da transparência das contas e da responsabilização dos agentes públicos (ARANTES, 2010).

Abaixo dessas determinações mais ge-



rais, (des)organiza-se um processo dinâmico e complexo de “disputas, cooperação, comandos hierarquizados e espaços de autonomia fragmentados” em torno do que se chama hoje de *governança orçamentária*, que “compreende essas relações, por meio de regras formais e informais, que se dão ao longo do processo orçamentário, de elaboração, aprovação, execução, avaliação e controle dos recursos e gastos públicos” (COUTO e CARDOSO JR., 2018: 75).

Embora nem a exegese dos atos normativos presentes no Anexo 1, nem a identificação plena dos principais atores envolvidos nos conflitos em torno da governança orçamentária sejam passíveis de serem realizadas nos limites deste texto, é preciso ter claro que esta dinâmica está na base concreta da formatação do tal arranjo institucional de índole fiscalista e financista de finanças públicas aqui em tela. De acordo com propostas de classificação desses atores, identificados em torno de grandes grupos de interesses em torno das regras de orçamentação e destinação orçamentária, a saber: i) *guardiões*, ii) *gastadores* ou *executores*, iii) *definidores de prioridades* ou simplesmente *priorizadores*, e iv) *controladores*, todos oriundos de trabalhos de WILDAVSKY (1964), WILDAVSKY e CAIDEN, 2004) e GOOD (2014), *apud* COUTO e CARDOSO JR. (2018),<sup>7</sup> é possível perceber

que:

*“Não há um modelo formatado para a governança orçamentária. Ela se traduz em instituições, com regras formais e informais, que reproduzem equilíbrios de forças entre atores com objetivos distintos dentro do processo alocativo e de implementação das políticas públicas.*

*O período recente demonstra que o ritmo das alterações foi acelerado e novas modificações continuam em pauta, com lacunas relevantes. A relação do planejamento com o orçamento, com foco nos resultados das políticas públicas à sociedade, fragiliza-se em detrimento da ênfase eminentemente fiscal. Os controladores, distantes da sua posição de independência, inibem, ao lado dos guardiões, a ação dos executores, ao mesmo tempo em que preservam sua posição de definidores de gastos prioritários.*

*No entanto, a própria capacidade do Executivo de promover suas prioridades é limitada, revelando a fragilidade do equilíbrio atual. Ademais, seria preciso identificar quais dos temas dispostos na governança orçamentária poderiam ser objeto de alterações para tornar o equilíbrio entre as forças mais estável”* (COUTO e CARDOSO JR., 2018: 80-81).

A situação atual de desequilíbrios e disfuncionalidades é também derivada de eventos cumulativos prévios que, desde as décadas de 1980 e 1990, ajudaram a condicionar a primazia das dimensões fiscais e financeiras das finanças públicas sobre as dimensões do planejamento e da imple-

---

7 Segundo COUTO e CARDOSO JR. (2018), “Wildavsky (1964) identifica dois tipos de atores no processo orçamentário, a partir do papel que desempenham no jogo orçamentário: os *guardiões*, delegados pelo núcleo de governo a fazer a gestão fiscal e a coordenar o processo alocativo; e os *gastadores*, que seriam os atores responsáveis pela efetiva alocação e implementação das políticas públicas. Em uma ponta estariam os Ministérios do Planejamento e da Fazenda, com seus órgãos específicos, como a Secretaria de Orçamento Federal e a Secretaria do Tesouro Nacional, enquanto os Ministérios Setoriais estariam alinhados entre os gastadores. David Good (2014), aprofundando a classificação proposta por Wildavsky (1964), identificou, ao observar o processo orçamentário canadense, mais dois grupos de atores. Good classifica, entre os gastadores, um grupo responsável pela execução das prioridades do governo. A esse grupo chamou de *definidores de prioridades*, dispondo que teriam recursos e instrumentos diferentes dos tradicionais gastadores, o que teria impacto, inclusive, na relação entre estes e os guardiões. Por fim, os *controladores* seriam representados pelos órgãos de controle, internos e externos, as instituições fiscais independentes (IFIs), a sociedade civil organizada, o Poder Legislativo e a imprensa especializada. Eles exerceriam um papel de mediar os interesses conflitantes entre os demais atores e, no modelo ideal, prezariam tanto pela política fiscal quanto pelo alcance dos resultados e pela entrega dos serviços à sociedade (Good, 2014). No entanto, eles próprios defendem interesses específicos, como no caso da execução de emendas parlamentares, e, no lugar da independência e da isenção com relação ao jogo orçamentário, sua atuação, no caso brasileiro, pode ter o peso prático de priorizador de gastos, sendo sua força crucial para as transformações ocorridas na governança orçamentária” (pg. 76).



mentação das políticas públicas. Tudo isso de modo a transmitir ao mercado financeiro e aos demais agentes privados (nacionais e estrangeiros) a sensação de *confiança* na capacidade do governo de honrar seus compromissos com a sustentabilidade e a solvabilidade da dívida pública federal, desde então gerida pela lógica dominante da financeirização. Esta se processa, na prática, por meio de um diferencial sempre positivo entre as taxas de juros pagas pelo governo sobre os seus títulos, com garantia certa de recompra junto aos seus credores, e as taxas de juros ou a eficiência marginal do capital privado potencialmente obtidas em alternativas não governamentais de valorização.

A par dos processos narrados anteriormente, sendo a manutenção da estabilização monetária a função-objetivo primordial da gestão macroeconômica desde o Plano Real, e considerando ainda o ambiente político-ideológico da década de 1990, de liberalização dos mercados e de redução do papel e do tamanho do Estado brasileiro em suas relações com a sociedade e o mercado, não é de estranhar que, do ponto de vista estratégico, até mesmo a função-planejamento tenha sido interpretada e aplicada para reforçar o caráter fiscalista/financista do orçamento, relegando-se a um segundo ou terceiro planos a estruturação dos condicionantes técnicos e políticos necessários à institucionalização do PPA como instrumento central do processo de planejamento governamental no país.

Com isso, foram dados passos largos no processo de institucionalização da política de geração de superávits fiscais primários permanentes. Este é, sem dúvida, um dos aspectos mais significativos do fenômeno de privatização das finanças públicas no Brasil, uma vez que reflete um conjunto de orientações adotadas pelos organismos multilaterais em seus procedimentos de negociação com os governos dos países membros.

O processo tem início ao longo da década de 1980, quando boa parte dos países do chamado Terceiro Mundo enfrentavam dificuldades em seus Balanços de Pagamentos e não conseguiam cumprir os compromissos financeiros relacionados às suas dívidas externas. A entrada em cena do Fundo Monetário Internacional (FMI) ajudou a resolver o problema da liquidez, mas houve a exigência de uma série de contrapartidas para que os recursos fossem liberados. Dentre elas estava o compromisso em obter superávit nas contas externas por parte dos governos solicitantes, uma vez que os compromissos eram em moeda estrangeira, como também gerar saldos superavitários em suas contas fiscais.

O caso brasileiro ganha uma conotação particular a partir de 1994, em função da estabilização monetária obtida a partir do Plano Real. O sucesso relativo no controle dos índices inflacionários abriu caminho para a conquista paulatina de maior autonomia e soberania governamental no processo de emissão de dívida pública federal. Com maior credibilidade na nova moeda e uma política monetária de juros oficiais bastante elevados, tem início um processo de internalização da dívida externa, doravante precificada em moeda doméstica. Com isso, ganha relevância o compromisso com a geração de superávit fiscal primário, uma vez que os compromissos financeiros oriundos do processo de endividamento seriam, cada vez mais, assumidos em moeda nacional.

Em 1998, o FMI lança um documento chamado “Código de Boas Práticas em Transparência Fiscal - Declaração de Princípios”. O texto pretendia estabelecer regras gerais a serem observadas pelo conjunto dos países membros no que se refere à política fiscal e orçamentária. Dentre os inúmeros pontos ali abordados, observa-se um item especialmente dedicado à utilização do “balanço primário” como um dos indicadores da condição fiscal dos países. Assim passaria a ser considerado não apenas o comportamento

das contas governamentais em geral, mas também o saldo nas contas não-financeiras.

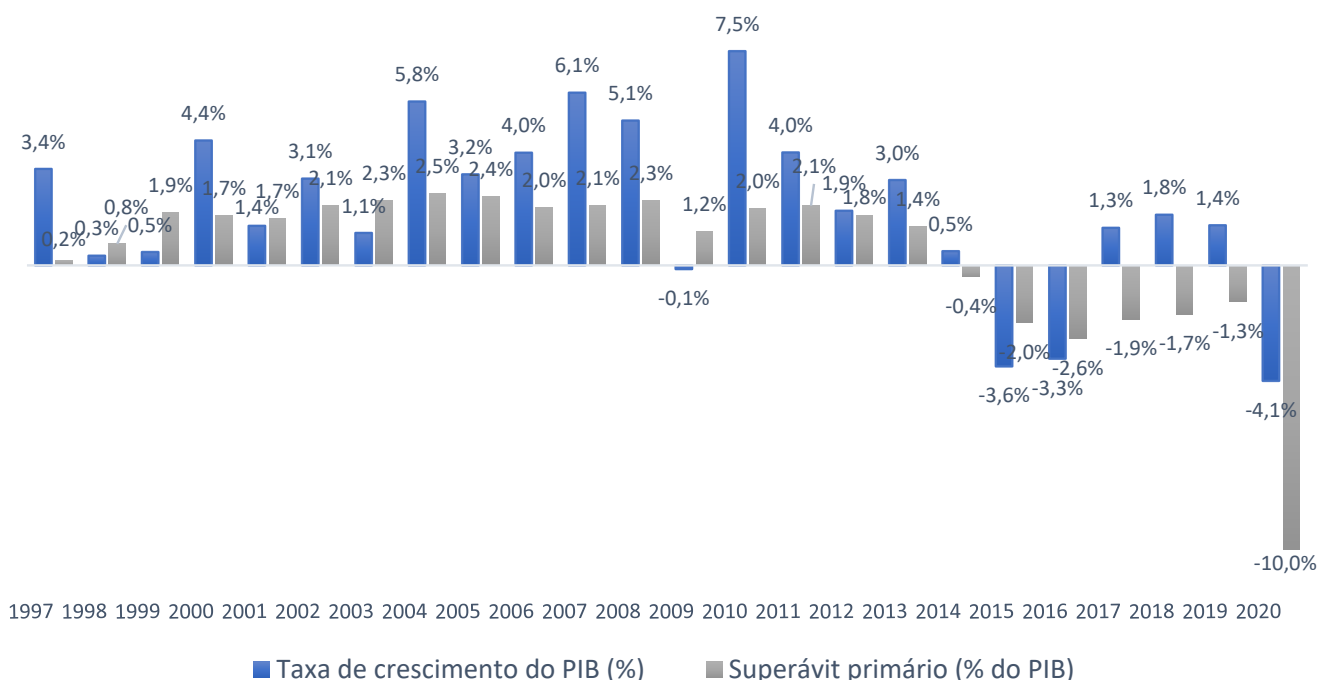
O documento é de abril e alguns meses depois, em novembro de 1998, a equipe econômica liderada pelo Ministro da Fazenda Pedro Malan finalizava um acordo com o Fundo. Uma das exigências estabelecidas por Washington era o compromisso com a geração de superávits fiscais robustos e permanentes nos exercícios subsequentes. Trata-se, portanto, de evidência clara de comandos provenientes de organismos internacionais a influenciar diretamente no desenho das regras orçamentárias internas, em cooperação com os guardiões, que buscavam esse “respaldo” externo. Assim, poucos meses depois da assinatura do Acordo, o governo federal encaminha ao Congresso Nacional um projeto de lei complementar para regulamentar as finanças públicas,

o que acabou sendo feito por meio da LC 101/2000, doravante conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

Três anos depois, o FMI divulga um outro documento oficial, o “Manual da Transparência Fiscal”. Trata-se de um complexo e detalhado rol de recomendações e procedimentos no trato das questões envolvendo a política fiscal. Ali estão contidas diretrizes explícitas quanto à necessidade do comprometimento dos governos com a geração de superávits primários permanentes. Esses movimentos redundam, efetivamente, em vários anos seguidos de saldos primários positivos, a maior parte deles convertidos em fonte de financiamento/pagamento de juros e amortização do principal da dívida pública federal – vide gráfico 1 abaixo.

### Gráfico 1: Brasil - Crescimento do

#### PIB e Saldos Primários: 1997/2020.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Tudo somado, no bojo dos processos de institucionalização e empoderamento das funções de orçamentação e controle dos gastos públicos federais, e constrangido ainda pela visão canônica do orçamento equilibrado no âmbito da teoria dominante

(porém equivocada!) de finanças públicas, segundo a qual a capacidade de gasto e investimento de um ente estatal qualquer deve estar em função da capacidade prévia de poupança própria e qualquer déficit anual contábil nessa relação é necessariamente

inflacionário, foi-se cristalizando no Brasil – conceitual e juridicamente – a crença inconveniente de que os instrumentos de planificação, orçamentação e controle dos gastos públicos deveriam abarcar o conjunto completo de políticas, programas e ações de governo com manifestação orçamentária.

Como consequência, desde então vem ganhando peso discursivo e materialidade institucional o movimento de contabilização integral e detalhada da despesa pública, a qual, por sua vez, deveria ser governada a partir da lógica liberal do orçamento equilibrado, isto é, da ideia forte de poupança prévia como pré-condição para toda e qualquer rubrica de gasto corrente ou investimento do governo. O resultado final, para fechar o cerco, é que a função controle cresceu e se desenvolveu, normativa e operacionalmente, para controlar (vale dizer: vigiar e punir) os desvios de conduta do poder público (nesse caso, dos próprios burocratas ordenadores de despesas públicas) em desacordo com os preceitos definidos pela lógica liberal do orçamento equilibrado. Assim, antes nascida sob o signo da busca republicana por transparência e responsabilização coletiva dos recursos públicos, a função-controle rapidamente se transformou em agente de inibição e criminalização do gasto público e dos seus operadores ou executores.

Neste particular, é preciso explicar que finanças públicas *sustentáveis*, nos termos sugeridos por GIMENE (2019; 2020) são algo diverso de finanças públicas *estéreis*. *Finanças sustentáveis* são aquelas assentadas em gastos primários responsáveis por políticas públicas, cujos efeitos agregados (e respectivos multiplicadores) tendem a ser positivos na medida em que geram em-

prego, renda, lucros e tributos ao longo do ciclo econômico. Seus determinantes são de ordem social, econômica e política. Já as *finanças estéreis* são aquelas de natureza e/ou destinação financeira, cujos multiplicadores são negativos e seus efeitos agregados contribuem para a ampliação do desemprego, pobreza e concentração de renda. Seus determinantes são autônomos, endógenos, não baseados em fatores reais da economia, conforme explicado em CARDOSO JR. e RAIMUNDO (2020).

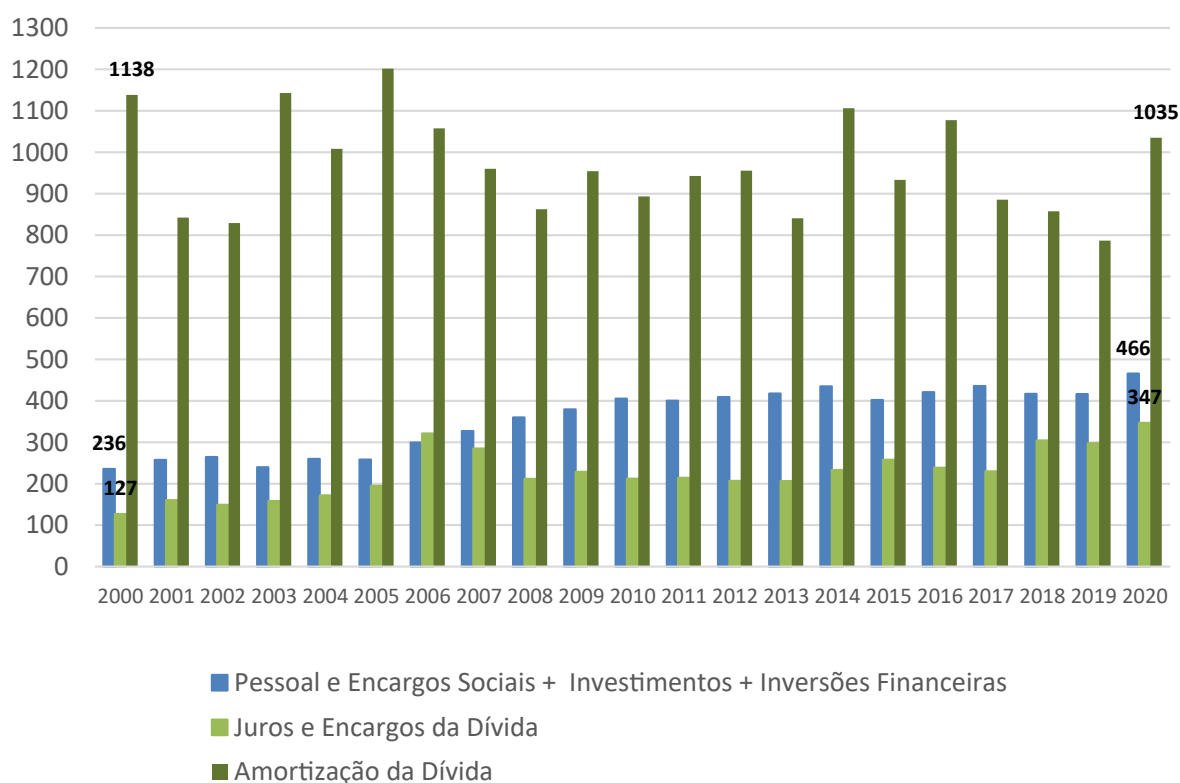
Daí que o problema não é o déficit ou a dívida pública em si, mas apenas a sua composição e forma de financiamento ao longo do tempo. Evidentemente, a composição e a forma de financiamento da dívida federal brasileira são ruins, pois assentadas na lógica de valorização financeira dos seus fluxos e estoques. Basta ver, conforme dados oficiais de relatórios mensais da dívida pública federal (STN, 2021) que em 2019, o governo federal destinou ao pagamento do serviço financeiro da dívida pública o montante de R\$ 1,038 trilhão. Em 2020 esse valor saltou para R\$ 1,381 trilhão, ou seja, um crescimento de R\$ 343 bilhões em apenas um ano que, ademais, foi recessivo na economia. Por sua vez, a previsão para 2021 era, no momento de finalização deste texto, de R\$ 2,236 trilhões, segundo a lei orçamentaria anual aprovada para este exercício financeiro, o que equivalerá a cerca de R\$ 6,1 bilhões por dia, praticamente o dobro do valor diário pago no ano anterior.<sup>8</sup>

À título de exemplificação, veja-se pelo gráfico 2 a composição e as diferenças entre os grandes agregados de despesas reais e financeiras da União, entre 2000 e 2020, a preços constantes.

8 Ainda segundo Paulo Lindsay do IBGE, isso representará em 2021 cerca de 54% da Despesa Geral da União, no valor de R\$ 4,1 trilhões. Em 2020, a Despesa Geral da União foi de R\$ 3,535 trilhões. Desse total, cerca de R\$ 1,381 trilhão ou 39% foi destinado ao pagamento da dívida pública federal. Quando analisamos os dados executados da Despesa Geral da União em 2020, no valor de R\$ 3,535 trilhões, percebermos que 5 funções primárias obrigatórias totalizaram cerca de R\$ 2,154 trilhões ou 79,3% do orçamento primário da União, a saber: 1 - Previdência Social com R\$ 764 bilhões; 2 - Assistência Social com R\$ 412 bilhões; 3 - Gasto com Pessoal/Encargos Sociais com R\$ 299 bilhões; 4 - Saúde com R\$ 151 bilhões e 5 - Educação com R\$ 82 bilhões.

## Gráfico 2: Brasil - Evolução dos Grandes Agregados de Despesas da União.

(R\$ BILHÕES DE DEZEMBRO DE 2020 - IPCA)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Isso mostra haver um grande comprometimento anual de recursos públicos destinados ao gerenciamento (leia-se: garantia de liquidez e solvabilidade) da dívida pública federal brasileira. Significa que a captura da gestão da dívida pública pelas finanças especulativas continua sendo o principal entrave ao crescimento econômico e um constrangimento inaceitável ao cumprimento dos direitos sociais no país.

### 3. Os Processos de Flexibilização e Blindagem do gasto público financeiro

Para além e abaixo do aparato normativo explicitado no Anexo 1, o qual conforma o arranjo institucional mais geral de funcionamento do fenômeno de privatização das finanças públicas brasileiras, há também que se levar em conta o processo de gerenciamento da dívida pública e da política

monetária pelas autoridades econômicas do país. Em particular, no seio do processo de privatização das finanças públicas reside a dimensão da gestão da dívida pública pelo Tesouro Nacional, em suas relações com a gestão da política monetária e cambial pelo Banco Central (VIEIRA FILHO, 2019).

A despeito do objetivo formal da STN estar concentrado no gerenciamento da dívida pública segundo critérios de minimização dos custos de rolagem a longo prazo e assunção de níveis prudenciais de risco operacional, de solvência e de sustentabilidade temporal da dívida, sabe-se que as consequências do manejo desta função vão além disso, produzindo efeitos macroeconômicos mais amplos. Entre tais efeitos, vale destacar que, quanto mais confiável – nos termos do mercado – for o geren-



ciamento da dívida e quanto mais solvente – vale dizer: resgatável diretamente em moeda nacional – for o próprio estoque de dívida, mais o Estado se encontrará em condições de oferecer moeda ao mercado e dela dispor como veículo de *funding* para o financiamento da atividade produtiva em seu espaço territorial.

Em outras palavras: sendo o Estado responsável, em última instância, tanto por zelar pela estabilização do valor real da moeda – função esta desempenhada diretamente pelo BCB e subsidiariamente pela STN, por meio do controle de liquidez que se faz mediante a emissão/recompra de títulos públicos, e ao garantir as condições sob as quais a moeda venha a cumprir também seu papel de financiadora do desenvolvimento –, cabe à STN fazer com que os graus de confiança e de solvência no gerenciamento cotidiano da dívida sejam os mais elevados possíveis. Esse resultado, indireto e desejável, da gestão da dívida pública pela STN não deve esconder, por fim, que, normalmente, é a dívida pública que permite a cobertura direta e imediata de despesas emergenciais do governo – como as relacionadas a calamidades públicas, desastres naturais, guerras etc. –, além de viabilizar a constituição de fundos públicos voltados ao financiamento de grandes projetos de investimento, normalmente com horizonte de médio e longo prazos – como em transportes, energia, saneamento básico etc. Tais aspectos, portanto, são de suma importância na explicitação de alguns dos instrumentos de mobilização de recursos públicos voltados ao crescimento econômico, todos necessários à sustentação de trajetórias robustas de desenvolvi-

mento no país.

Vê-se, no entanto, que muito pouco vem sendo praticado, em direção ao financiamento direto do desenvolvimento nacional, ao longo dos últimos anos, apesar da melhora relativa da composição e perfil da dívida pública federal brasileira, tal como pode ser atestado por dados publicados em relatórios mensais da dívida pública federal (STN, 2021). Isto porque a primazia das políticas de austeridade professadas e praticadas pela STN, em articulação orgânica com outros guardiões do gasto público, tais quais a SOF e as instâncias de controle representadas pelo TCU e CGU, bem como com os agentes priorizadores de gastos no âmbito do núcleo decisório de governo, geram, em termos reais, muito mais problemas que benefícios econômicos ou sociais, a saber: i) estagnação econômica duradoura; ii) desemprego, informalidade, subutilização e precarização imensa da classe trabalhadora e dos rendimentos do trabalho; iii) colapso do consumo interno e da arrecadação tributária; iv) financeirização da gestão e da própria dívida pública, esterilização de recursos reais da economia, subfinanciamento de políticas públicas essenciais e colapso do investimento público como indutor potencial do crescimento; v) acirramento do endividamento de estados e municípios, competição (ao invés de colaboração) e guerra fiscal permanente entre unidades da federação, esgarçamento ao limite do pacto federativo e colapso das finanças subnacionais; etc.

Não por outra razão, chamamos de *austericídio* ao conjunto de pressupostos ideológicos<sup>9</sup> e diretrizes de política macro-

9 Tais como: i) uma visão intrínseca e extremamente negativa acerca do Estado e do peso e papel que os governos, as políticas públicas e os próprios servidores civis deveriam desempenhar relativamente às esferas do mercado e da sociedade; e ii) uma visão teórica e histórica (extremamente simplista e questionável) acerca de uma suposta independência, superioridade e positividade do mercado (como representante etéreo e idílico da esfera privada), relativamente ao Estado, visto como a fonte de todos os problemas do mundo econômico e incapaz de bem representar (e agir para) os interesses gerais da sociedade e da esfera pública, cuja ação é vista como deletéria ao “equilíbrio econômico e social justo” que poderia advir da interação direta e desimpedida das “vontades indivi-

econômica<sup>10</sup> que conformam um arranjo institucional de gestão da área econômica do governo que, além de possuir precária fundamentação teórica e histórica,<sup>11</sup> produz resultados opostos aos desejados, com enormes e negativas repercussões sobre a capacidade de crescimento, geração de empregos e distribuição de renda e riqueza numa sociedade, tal qual a brasileira, já marcada estruturalmente por imensas heterogeneidades, desigualdades e necessidades de várias ordens (MORETTI, SANTOS e BANDEIRA, 2018).

Significa dizer que os instrumentos defendidos pelo liberalismo econômico se converteram na finalidade última desses sistemas. Os meios (isto é: a propriedade privada como fundamento, a concorrência como princípio, a acumulação de capital monetário como objetivo maior) se converteram em fins em si mesmos do modelo, retirando de cena tanto os pressupostos (irrealistas) sob os quais tal economia poderia funcionar, como as consequências concretas deletérias para o planeta e a espécie humana que tal mecanismo engen-

dra. O colapso ambiental, a deterioração das condições de trabalho e existência, a financeirização (e exclusão) da renda e da riqueza, o empobrecimento cultural e civilizatório de modo geral, tudo isso como consequência direta – e abjeta – do liberalismo econômico, converteram-se em fatos normais e naturais da realidade alienada ou resignada das sociedades contemporâneas.

Ora, como se sabe, em muitos lugares do mundo, e no Brasil não é diferente, o capitalismo é altamente dependente da capacidade do Estado em mobilizar e canalizar seus recursos e instrumentos de políticas públicas em favor do processo de acumulação de capital produtivo, em bases privadas. Prova disso é que, hoje em dia, por trás da dívida pública e dos gastos governamentais com juros para a rolagem da dívida, estão credores do Estado que são, em sua maioria, empresas privadas e grandes agentes rentistas, que fazem das finanças públicas uma fonte de acumulação e enriquecimento nem sempre assentada em bases produtivas – vide gráfico 3 abaixo.

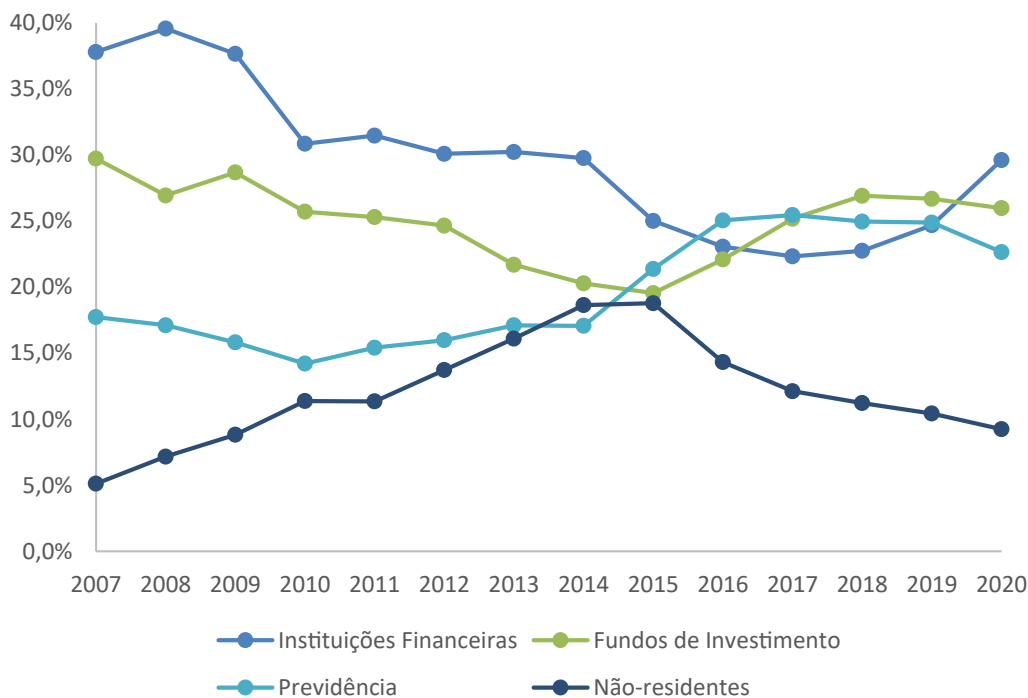
---

duais” mediada pelos mercados privados e monetários de bens e serviços.

10 Tais como as expressas, no caso brasileiro, pelo tripé de política macroeconômica (vale dizer: regime de metas de inflação, perseguidas em grande medida pela combinação entre taxa de câmbio apreciada e geração de superávits fiscais primários elevados e permanentes), que vem sendo seguido desde basicamente 1999 no país e para o qual importam: i) a manutenção de taxas de juros oficiais acima das respectivas taxas da maior parte dos países que concorrem com o Brasil pelos fluxos internacionais de capitais; e ii) a normatização jurídica rígida, tanto mais grave quanto mais no plano constitucional estiver, de alguns regramentos de natureza econômica, particularmente os das finanças públicas, tais como a LRF e a EC 95, dentre muitos outros. Vide quadro completo no Anexo 1.

11 Conforme trabalhos organizados por DWECK, ROSSI e OLIVEIRA (2016, 2018 e 2020), além de BRASIL DEBATE ET ALII (2015a e 2015b) e ROSSI, DWECK e OLIVEIRA (2018).

**Gráfico 3: Brasil - Principais Detentores dos Títulos Públicos Federais - DPMFI, em %.**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Vê-se que instituições financeiras (ou bancos múltiplos), fundos de investimentos e fundos de previdência complementar detêm cerca de 2/3 dos títulos públicos federais no Brasil. Em um importante trabalho sobre os agentes privados da financeirização no país, LOPYDA (2021) mostra que:

*“(um) traço saliente da financeirização no Brasil (e em outros países periféricos), é a alocação expressiva em títulos de dívida pública, devido principalmente a uma taxa de juros mantida elevada desde o Plano Real – como parte de uma política econômica ortodoxa. No caso dos fundos de investimento, viu-se que atualmente a aplicação nesse tipo de ativo gira em torno de 70% do patrimônio líquido, de modo que, no final de 2020, eles detinham 26% da dívida pública, as instituições financeiras quase 30% e fundos de previdência 22,6% (quase 80% do total, portanto). Somando-se a parte do próprio governo (3,8%), os*

*quase 4% de seguradoras e 9% de “não-residentes”, tem-se praticamente o total da dívida. O peso dos estrangeiros, porém, é largamente subestimado nos “não-residentes”, já que não se contabilizam aí aqueles inseridos em outras rubricas. Esse quadro, aliado ao fato de os dealers<sup>12</sup> serem compostos basicamente por um grupo pequeno de bancos (também nacionais e estrangeiros), revela que o setor bancário é de longe o grande controlador da dívida pública interna brasileira e que o peso dos estrangeiros é considerável.*

*O rentismo sobre o orçamento público é um dos pilares da financeirização em geral, mas possui, portanto, uma importância particular no Brasil. Além do caráter “improdutivo” da dívida pública brasileira, fica evidente, assim, a ‘armadilha’ que ela representa – sobretudo em um contexto de financeirização. Seu montante cresce continuamente apesar dos esforços do governo e há elevada concentração dos detentores. Em vez de ser um meio*

12 “Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Os *dealers* atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos. Atualmente, o Tesouro Nacional possui 12 *dealers*, dos quais nove são bancos e três são corretoras ou distribuidoras independentes” (STN, 2020).

de financiamento de investimentos essenciais para o país, ela é antes um mecanismo de apropriação de grandes parcelas da riqueza socialmente produzida por esse pequeno grupo e de 'chantagem' do governo por parte dos agentes financeiros, inclusive internacionais. Os efeitos sobre o investimento produtivo privado também são evidentes, já que o custo de oportunidade deste eleva-se: os bancos possuem menos interesse em emprestar e as empresas, em investir. Desse modo, a depender dos bancos e dos investidores institucionais, o rentismo continuará sendo o carro-chefe do capitalismo brasileiro" (LAPYDA, 2021: 18, no prelo).

### Ainda segundo LAPYDA (2021):

*"Os cinco maiores bancos (dois dos quais são públicos), centralizam recursos cujo montante superou o PIB brasileiro em 2019 (mais de R\$ 7,3 trilhões), além de deterem cerca de 70% dos ativos totais de todo o sistema financeiro nacional e mais de 80% do segmento bancário. A crise mundial de 2008 contribuiu para esse quadro, na medida em que estimulou fusões e aquisições no setor nos anos subsequentes: foram 18 entre 2008 e 2019.*

*Os bancos possuem ainda outras fontes importantes de lucro. Embora o conservadorismo do setor (que se acomodou com os ganhos em torno da dívida pública) tenha historicamente mantido baixas as taxas de concessão de crédito, os spreads no Brasil são elevadíssimos. As tarifas de serviços também são altas e se tornaram motivo de reclamação incessante dos clientes, o que levou tanto a um aumento da regulação por parte do Banco Central quanto ao movimento recente de estímulo a bancos virtuais e outras fintechs.*

*Por fim, é preciso ressaltar que os principais bancos no Brasil são múltiplos, atuando em outros segmentos importantes no processo de financeirização, como o de seguros, de previdência e de fundos de investimento. O mercado de seguros teve crescimento exponencial ao longo do século XXI, ultrapassan-*

*do os R\$ 100 bilhões em provisões técnicas no ano de 2016 e atingindo R\$ 142,5 bilhões em 2020. Nas primeiras posições, estão instituições pertencentes a bancos nacionais. O Bradesco teve um faturamento de R\$ 32,7 bilhões em 2016 (1ª posição) nesse ramo de atividades, excluindo-se VGBL; e o Banco do Brasil, R\$ 15,3 bilhões (3ª posição). Considerando-se apenas o segmento VGBL, as quatro primeiras colocadas pertenciam a bancos nacionais.*

*Quanto aos fundos de investimento, os bancos dominam a distribuição para os investidores de varejo – utilizando-se dos fundos em cotas para segmentar sua clientela. Essa é uma característica dos 'mercados emergentes' de forma geral, e especialmente marcante no Brasil, pois os bancos também são os principais administradores e gestores de fundos através de empresas subsidiárias: segundo dados da ANBIMA, eles correspondem a 9 dos 10 maiores administradores e a 8 dos 10 maiores gestores (sem incluir a XP, que se tornou banco recentemente) e, segundo estudo de 2015, controlavam 85% dos ativos sob custódia.*

*No caso das entidades abertas de previdência complementar, as cinco maiores empresas do ramo pertencem a bancos ou são a eles associadas. Já os fundos de pensão (entidades fechadas de previdência complementar), por serem ligados às instituições de seus cotistas, não estão diretamente associados aos bancos. Contudo, tanto fundos de pensão como seguradoras "terceirizam" boa parte da gestão de seus recursos através da aplicação em fundos de investimento, que, como visto, são em boa parte administrados e geridos por bancos. Além disso, dois dos maiores fundos de pensão do país, Previ e Funcef, são de funcionários de bancos (Banco do Brasil e Caixa, respectivamente), de modo que o patrocinador (o banco) possui assento no conselho de gestão" (Lapyda, 2019 e LAPYDA, 2021: 06-07, no prelo).<sup>13</sup>*

---

13 Em seus trabalhos (LAPYDA, 2019 e 2021), o autor apresenta outras dimensões relevantes da financeirização no Brasil: "A emergência da financeirização em âmbito mundial está estreitamente vinculada à ascensão de novas instituições que centralizam o capital monetário. Embora fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguro já existissem há décadas, sua quantidade e o volume de recursos por eles detido aumentaram expressivamente a partir dos anos 1980. Esse processo foi acompanhado de sua concentração: atualmente, os 500 maiores administradores de fundos gerem 25% dos ativos financeiros mundiais, o equivalente a cerca de 100% do PIB global. Isso conferiu a esses agentes características particulares e um papel de destaque no mundo econômico e social. Para além da crise de sobreacumulação do capital deflagrada nos anos 1970 – que elevou a parcela do capital mantida na



E o agravante da situação brasileira é que vários regramentos adicionais vêm sendo explicitamente aprovados para proteger o sistema financeiro brasileiro da punição criminal sobre os ilícitos financeiros cometidos, tais como evasão de divisas, fraudes e remessas a paraísos fiscais, conforme atestam trabalhos de DELGADO (2018) e FATORELLI (2018). São exemplos disso a Lei nº 9.249/95, a Lei nº 11.803/2008 e a Lei 13.506/2017.

A primeira delas é uma lei responsável por conferir três benesses tributárias aos proprietários da riqueza financeira, a saber:

*"a) a instituição de isenção integral do IR (alíquota zero) aos dividendos pagos aos acionistas, na contramão do que se faz no resto do mundo; b) a dedução dos juros implícitos sobre capital próprio, como se fossem despesas, com vistas a reduzir a renda tributável; c) a redução do rol de alíquotas do IR estabelecendo o limite superior em 27,5%, contra a própria legislação pretérita que crescia progressivamente até a faixa dos 40%." (DELGADO, 2018: 111).*

Da segunda, ainda de acordo com DELGADO (2018), afirma-se que:

*"O serviço de dívida pública não é suscetível à verdadeira apreciação pelo Congresso Nacional, fruto de emenda de redação na Constituinte (art. 166, parágrafo 3º, item b, da CF), que explicitamente autoriza essa isenção; e ainda da confecção de uma conta fechada STN/BCB, compulsoriamente incluída no Orçamento da União por autorização da lei específica nº 11.803/2008. São exemplos típicos de uma institucionalidade fiscal-financeira pouco republicana, se comparada aos países do chamado capitalismo organizado, majoritariamente integrantes da OCDE. Essa característica não apenas se mantém no período pós-1988, como também vira uma prática regulamentada pela Lei de Responsabilidade Fiscal (lei complementar nº 101/2000 – art. 8, parágrafo 2), culminando com a EC 95/2016, que não apenas mantém o "serviço de dívida" como estava (já desregulado), mas amplia*

*para toda a despesa financeira os atributos de irresponsabilidade fiscal e ilimitada criação de despesa por iniciativa do alto staff das finanças públicas – Banco Central e Tesouro Nacional." (DELGADO, 2018: 111-112).*

Por fim, quanto à terceira, DELGADO (2018) diz:

*"A linguagem da MP, convertida em lei, é indireta, mas precisa, para atingir esse objetivo: que os bancos e demais instituições financeiras sob jurisdição do Banco Central e as corretoras e demais operadores do mercado de capitais, sob jurisdição da CVM, adiram aos "Termos de Compromisso" e "Acordos de Leniência", "sem necessidade de confissão de crime", para obter "Acordos de Leniência Secretos" mediante aplicação de multas escalonadas até o máximo de 300 milhões de reais. Na linguagem dos "mercados", a regra pode ser lida como de "precificação" do ilícito. Tais acordos, pelo seu caráter secreto, impedem na prática a operação subsequente do MPF na identificação dos ilícitos criminais envolvidos, regra que contrasta flagrantemente com tudo mais que se vê na mídia corporativa sobre o "combate à corrupção." (DELGADO, 2018: 115).*

Em suma, a referida normatização vai então institucionalizando um verdadeiro processo de *financeirização* da Dívida Pública Federal e *privatização/privilegiamento* da sua gestão pelas autoridades monetária (BCB) e fiscal (STN) do país. Como dito acima, ela promove, em função do arranjo normativo em construção (vide novamente Anexo 1), bloqueios e limites superiores ao gasto fiscal primário de natureza real, justamente o gasto que é responsável pelo custeio de todas as despesas correntes, tanto as intermediárias/administrativas, como as finalísticas destinadas à implementação efetiva das políticas públicas federais em todas as áreas de atuação governamental. Simultaneamente, regramentos que representam tanto a flexibilização sem limite superior como a blindagem política (inclusive

---

*forma de dinheiro e aplicada financeiramente – a necessidade de formação de poupança privada (de famílias e empresas) para a aposentadoria dos trabalhadores contribuiu para explicar esse movimento" (LAPYDA, 2021: 08, no prelo).*

para fins criminais) do gasto público financeiro, cujos principais beneficiários são as instituições financeiras (bancos, corretoras, seguradoras), fundos de investimento e demais agentes econômicos de grande porte, inclusive estrangeiros com atuação no país.

#### **4. À Guisa de Conclusão: implicações econômicas e sociais da privatização das finanças públicas no Brasil.**

*“Longe de propor um Estado não intervencionista, o neoliberalismo concebe uma política de intervenção estatal em favor do mercado, que frequentemente coexiste com o crony capitalism, o capitalismo oligárquico, a serviço dos “amigos”, tão visível na Hungria de hoje, como também na Polônia, e esteve presente nos fascismos. A democracia aparece com frequência como um obstáculo: os mais pobres são acusados de tentar impor uma assimetria nas relações, o que significa levantar exigências de redistribuição de riqueza e de justiça social, que prejudicam o livre jogo dos preços e o movimento do capital. Nesse sentido, o neoliberalismo se revela profundamente antidemocrático”*

(Ruy Fausto, adaptado de Revolução Conservadora e Neoliberalismo, Revista Rosa, 2020).

De acordo com as políticas de austeridade fiscal, reformas da previdência e administrativas seriam fundamentais, pois ao apontar para uma redução do gasto público, transmitiriam ao mercado e agentes econômicos relevantes a sensação de solvabilidade e confiança na gestão da dívida pública. Medidas de austeridade seriam, portanto, o instrumento e a solução para restaurar a confiança empresarial e, com isso, estabelecer fundamentos para o crescimento econômico.

Essa relação entre austeridade governamental e confiança dos investidores é um mantra constante nos discursos correntes,

o que tem levado governos a implementar reformas e políticas contracionistas – acompanhadas de recessão, estagnação ou mesmo deflação – em todo o globo. Mas é importante ressaltar que as restrições ao gasto no Brasil, um país que emite sua própria moeda e cujo governo é credor internacional, são muitas vezes autoimpostas pela legislação que sempre se pode alterar (DALTO ET ALLI, 2020).

O dinheiro do governo, portanto, não acabou nem acabará, mas as regras fiscais brasileiras, excessivamente rígidas, o impedem de gastar num momento em que a economia, depois de vários anos de crise, ainda não logrou recuperar o nível de renda de 2014. Felizmente, no entanto, já vão se avolumando opiniões contrárias ao *austericídio* como ideia e prática dominantes no mundo. Economistas estrangeiros de grande influência internacional, tais como BLANCHARD e SUMMERS (2019), e mesmo alguns brasileiros de formação liberal, como LARA RESENDE (2017), vêm afirmando que essa crença na austeridade, como fim em si mesmo, está assentada em suposições teórica e empiricamente equivocadas.

As evidências e estatísticas disponíveis mostram que os países que seguiram o receituário da austeridade cresceram menos e/ou saíram mais tardiamente de situações de crise econômica. Ao contrário, países que adotam políticas econômicas que combinam virtuosamente o gasto público (gastos correntes e investimentos) com incentivos corretos, segurança jurídica e perspectiva econômica positiva, conseguem mobilizar complementarmente os investimentos privados no sentido de um crescimento econômico mais elevado e sustentável – vide quadro 1 abaixo.

### Quadro 1: Relação entre Ajuste Fiscal (contracionista x expansionista) e Crescimento Econômico.

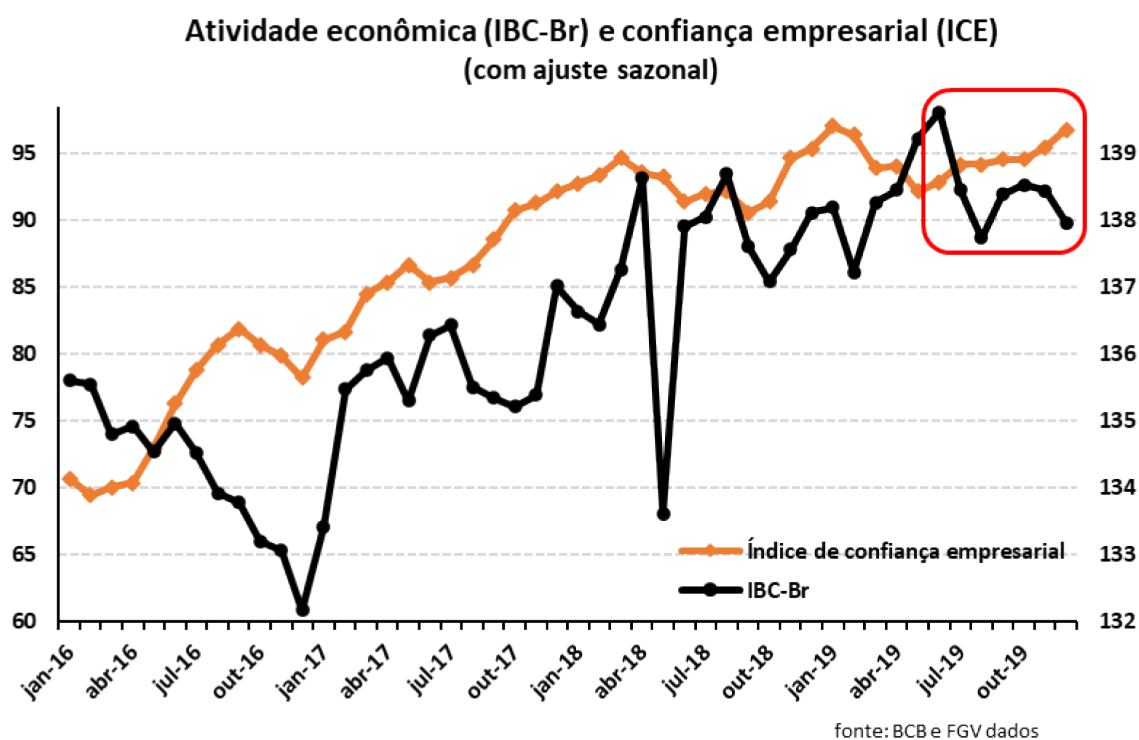
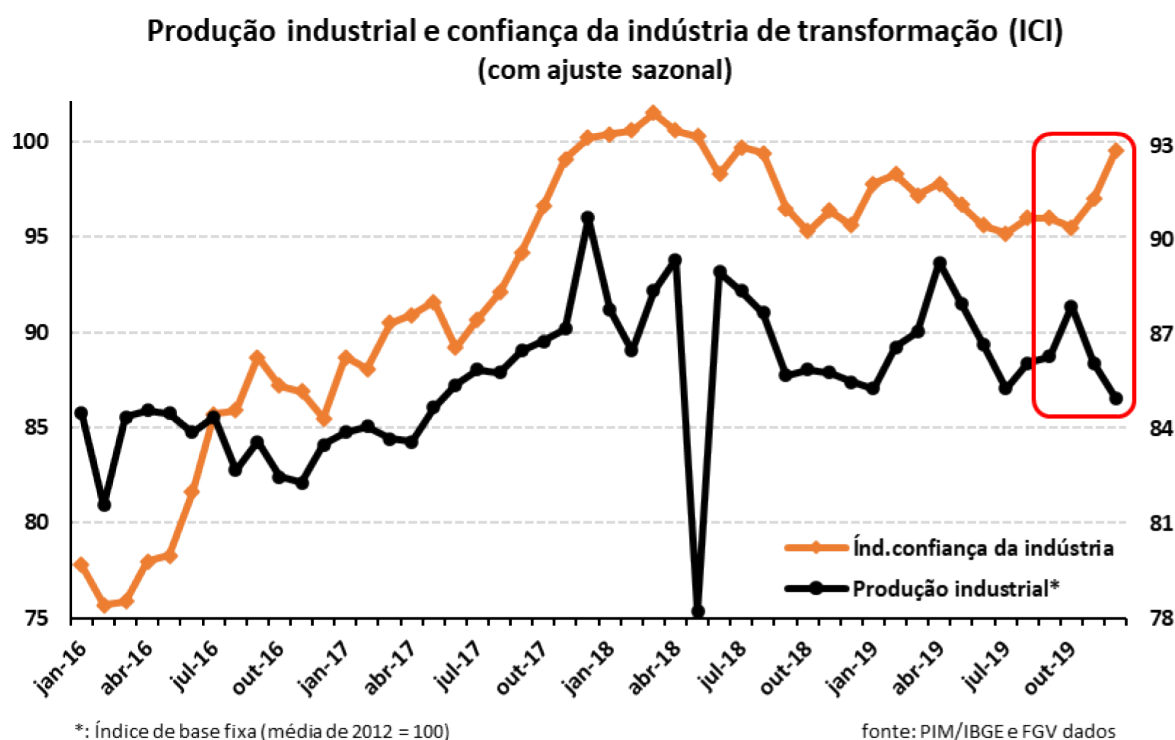
	MAIS CRESCIMENTO Crescimento econômico maior após ajuste	MENOS CRESCIMENTO Crescimento econômico menor após ajuste
MAIS AUSTERIDADE Política fiscal contracionista = retração / esterilização do gasto real	Irlanda (1987) Noruega (1983)	Finlândia (2000) Grécia (2005, 2006) Noruega (1979)
MENOS AUSTERIDADE Política fiscal expansionista = expansão / reorientação do gasto real	Espanha (1986,1987) Finlândia (1996,1998) Grécia (1976) Irlanda (1976, 1988, 1989) Holanda (1996) Noruega (1996) N. Zelândia (1993, 1994, 2000) Portugal (1986,1988, 1995) Suécia (2004)	Finlândia (1973) Irlanda (2000) Noruega (1980)

Fonte: Alesina e Ardagna (2010), apud Rossi, Dweck e Arantes, 2018: 23. Elaboração própria.

No caso brasileiro, apesar do índice de confiança empresarial ter crescido desde a deposição de Dilma Rousseff, da aprovação da EC 95/2016 referente ao teto de gastos, das reformas trabalhista e previdenciária e da eleição de Bolsonaro à Presidência,

o fato concreto é que os índices de atividade econômica e da produção industrial permaneceram estagnados ou declinantes desde 2016, bem antes, portanto, da crise pandêmica (sanitária, econômica e social) deflagrada em 2020 – vide gráficos abaixo.

**Gráfico 4: Correlação negativa entre índice de confiança empresarial e comportamento real da produção industrial e da atividade econômica no Brasil entre 2016 e 2020.**



Fonte: ICE/FGV, IBC-Br/Bacen e PIA/IBGE. Elaboração: Emílio Chernavsky.



Por isso, nada assegura que a reforma administrativa, da qual as PEC 187/2019, PEC 188/2019 e PEC 32/2020 são parte, todas centradas em redução de direitos e redução de entregas de bens e serviços à população, em arrocho salarial e em demissões diretas de servidores (e indiretas de trabalhadores cujas rendas dependem dos gastos daqueles) melhorem este quadro. Pelo contrário, devem agravá-lo, ou na melhor das hipóteses instaurar a estagnação com retrocesso social como o novo normal brasileiro.

Tais medidas serão completamente contraproducentes, pois ao invés de contribuir para o almejado ajuste fiscal estrutural do setor público, devem na verdade intensificar a contração da demanda agregada (direta e indiretamente financiada pela massa de rendimentos do trabalho proveniente dos servidores públicos) e, portanto, contribuir para a redução mais que proporcional do consumo doméstico, do faturamento empresarial, do emprego privado e da arrecadação tributária direta e indiretamente dependente e derivada da mesma massa de rendimentos (BLYTH, 2017). Ademais, medidas desse porte devem induzir um processo de fuga de talentos do setor público para o setor privado, até mesmo para fora do país, bem como um processo de desestímulo ao trabalho, com consequências deletérias sobre a própria capacidade e qualidade das políticas públicas em atender, adequadamente, a população beneficiária em cada caso concreto.

Portanto, a primeira e mais importante medida a ser implementada para enfrentar a atual situação consiste em abandonar as atuais regras fiscais anacrônicas que tanto engessam a capacidade de gasto e de ação do Estado, quanto aprisionam as alternativas a medidas efetivamente insuficientes diante do cenário em curso. Em

linhas gerais, as normas fiscais vigentes no Brasil estão estruturadas em 4 pilares: i) proibição de que o Banco Central financie o Tesouro Nacional (art. 164, § 1º da Constituição Federal); ii) proibição de que a União realize despesas correntes por meio do aumento da dívida pública (a chamada “regra de ouro”, nos termos do art. 167, inciso III da Constituição Federal); iii) proibição de que os entes federados realizem despesas acima dos valores definidos por metas de resultado primário (art. 4º, § 1º da LRF); e iv) proibição, desde 2016, de que haja aumento real das despesas primárias da União nos 20 anos seguintes (EC n. 95/2016 do teto de gastos).<sup>14</sup>

As mesmas quatro regras fiscais tornam pouco flexíveis (sobretudo para cima, ou seja, para anseios e necessidades de mais recursos) os processos de orçamentação, alocação, realocação, destinação inter e intra setorial, inter e intra federativa, inter e intra temporal, além das subfunções de monitoramento, avaliação, controle intra-estatal, transparência, *accountability* e participação social sobre o gasto público primário. Tais regras, no seu afã por reprimir os gastos públicos reais, salvaguardar o gasto financeiro estéril, vigiar e punir os cidadãos etc., desequilibram o jogo de poder entre atores estratégicos da governança orçamentária, fragilizam o potencial indutor do gasto público real ao desenvolvimento nacional e tornam o modelo brasileiro de Estado, delas derivado, antieconômico em termos capitalistas.

Indo além, é possível também dizer que as quatro regras fiscais citadas contribuem para processos de desincentivos e criminalização dos gestores (chamados ordenadores de despesas ou executores do gasto público), dos dirigentes (que ocupam cargos políticos de priorização e tomada de decisões sobre recursos públicos) e do

14 Para uma visão mais detalhada acerca dos prós e contras das normas fiscais brasileiras, ver ASSECOR (2020).

próprio gasto público primário. Isto é, elas não levam em consideração o fato de que os gastos correntes finalísticos e mesmo os gastos salariais com custeio da máquina pública, ainda que possam ser racionalizados e aperfeiçoados, são mais complementares que concorrentes ao crescimento da economia, vale dizer, são gastos que, comprovadamente, impactam positivamente a renda privada, a renda domiciliar e até mesmo a arrecadação tributária.

Por outro lado, é bem verdade, segundo Moretti, Funcia e Ocké-Reis (2021), que vigora no país, em termos práticos, uma espécie de *austeridade fiscal seletiva*, pois:

*"(...) ainda que a capacidade de resposta do Estado a crises tenha se mostrado ainda mais relevante ante a pandemia, cristalizou-se uma correlação de forças desfavorável aos usuários de serviços públicos em que as principais definições sobre o orçamento são controladas: a) pelos interesses do mercado, que relaciona expectativas sobre a economia à redução de gastos sociais e investimentos públicos; b) por grupos de pressão, sediados em posições institucionais que lhes fornecem acesso privilegiado aos fundos públicos.*

*(...) Neste contexto, o teto, adotado em meio à narrativa da relevância do ajuste fiscal como instrumento de saída da crise de 2014-2016, acaba se tornando um argumento retórico para dar credibilidade à política econômica, uma vez que, no curto prazo, é contornado por artifícios no interior das contas públicas, ao mesmo tempo em que se observa a ampliação estrutural de sua rigidez.*

*(...) Esse quadro remete a um jogo complexo em que coexistem contenção das despesas primárias ordinárias no atacado, distribuição de recursos no varejo e flexibilização seletiva da política fiscal para arbitrar gastos a serem*

*ampliados, utilizando-se o orçamento público de forma discricionária como instrumento de acumulação de capital político e econômico.*

*A questão não se exaure no debate técnico sobre desenho de regras fiscais, já que o arranjo em curso é particularmente nocivo à democracia, à medida que, a um só tempo, procura gerar maior adesão a um projeto político abertamente autoritário, por meio da flexibilização fiscal seletiva de curto prazo e da canalização de recursos sem critérios objetivos, dentro do teto, para setores burocráticos e políticos com acesso privilegiado aos fundos públicos e enrijece, no médio e longo prazos, o arcabouço fiscal, insulando a política fiscal e subordinando-a a critérios de mercado, de forma a inviabilizar propostas alternativas que rearticulem o orçamento às demandas sociais por serviços públicos e redistribuição de renda, riqueza e poder."*

(Bruno Moretti, Francisco R. Funcia e Carlos O. Ocké-Reis. *Austeridade Fiscal e Clientelismo no Orçamento Público*. Disponível em: [Austeridade fiscal e clientelismo no orçamento público \(diplomatique.org.br\)](https://diplomatique.org.br). Acesso realizado em: 17 de agosto de 2021.)

Voltando, portanto, **às regras fiscais listadas acima**, no que se refere ao art. 164, § 1º da Constituição Federal, que veda o *financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central do Brasil*, é preciso estabelecer, em seu lugar, critérios e mecanismos por meio dos quais isso possa acontecer. Nesse ponto, ao menos duas situações precisam ser contempladas: i) em momentos de crise de liquidez sistêmica no mercado bancário e financeiro nacional, permissão para financiamento monetário dos passivos bancários e de entidades financeiras, havendo contrapartidas em termos de manutenção ou geração de empregos formais

e tributação das próprias empresas beneficiárias, direta e indiretamente com tais empréstimos; ii) em momentos de crise econômica severa do setor produtivo nacional, permissão para financiamento monetário do capital de giro de tais empresas, com as mesmas contrapartidas acima indicadas.

Por sua vez, a *regra de ouro* já se mostra, há muito tempo, uma norma fiscal completamente inadequada. Baseada em um conceito econômico ultrapassado, que valorizava unicamente os investimentos em capital físico, a regra de ouro prejudica a promoção dos direitos sociais e a criação e manutenção de capacitação humana. O enfrentamento à crise gerada pela pandemia exige, essencialmente, a elevação de despesas correntes (tais como saúde e transferências), o que é incompatível com a regra de ouro, que veda a ocorrência de déficit corrente. É importante lembrar que o próprio Tesouro Nacional, além de organismos internacionais e especialistas, já propuseram a extinção dessa regra, tamanha a sua inadequação à realidade das finanças públicas.

Trata-se, portanto, de revogar a proibição de que a União realize despesas correntes por meio do aumento da dívida pública (nos termos do art. 167, inciso III da Constituição Federal), estabelecendo, em seu lugar, critérios e mecanismos por meio dos quais isso possa acontecer. Para tanto, é preciso reorganizar o entendimento básico sobre o modo pelo qual as finanças públicas se estruturam e operam numa economia monetária da produção. Em particular, é preciso que seja reconstruída em outras bases os conceitos, aplicações e interrelações relativas à irreal diferenciação entre gastos correntes de custeio (cuja ênfase deve recair sobre o critério de eficiência), gastos correntes finalísticos e gastos propriamente novos de investimentos, cuja ênfase deve recair sobre os critérios de eficácia e efetividade. Em todos os casos, os critérios de controle, monitoramento e avaliação da

despesa pública devem ser alterados em função do PPA ou outro instrumento efetivo de planejamento governamental, o qual, buscando garantir *centralidade política, direcionalidade, temporalidade, exequibilidade e responsividade* ao gasto público (CARDOSO JR., 2020), garantam também a sua suficiência e sustentabilidade com relação ao ordenamento prioritário das políticas públicas em ação ao longo do tempo.

Por fim, no que tange ao *teto de gastos* (EC 95/2016), ele congela as despesas da União em termos reais até 2036. Se essa absurda restrição – sem paralelo no mundo – já vinha prejudicando a prestação de serviços públicos (especialmente a da saúde), agora mostra-se totalmente incompatível com as atribuições constitucionais e legais do Estado brasileiro frente à crise gerada pela pandemia. E serão inúmeras as despesas duradouras geradas por ela: tratamento das sequelas dos sobreviventes, novas aposentadorias por incapacidade e pensões por morte, transferências de renda para as pessoas e investimentos públicos imprescindíveis para reativar a economia. Assim, a manutenção do teto – reforçado pela aprovação da EC 109/2021 que estabelece gatilhos de travamento automático de gastos primários abaixo do teto – produzirá colapso do sistema de saúde, paralisia da máquina pública e continuidade da crise econômica, tornando assim inevitável a sua derrubada.

Em suma, torna-se imperativo cuidar de deslocar a alienação e a resignação impostas pela teoria ruim e por práticas nefastas de política econômica, substituindo-as por uma orientação geral capaz de levar o Brasil a um processo consistente e decidido de *desfinanceirização e desprivatização das finanças públicas*, fruto da indignação propositiva com a qual se reconstroem as sociedades e seus países.

## Anexo 1: Atos Normativos e Linha do Tempo da Privatização das Finanças Públicas no Brasil.

Data	Norma	Enrijecimento e Criminalização do Gasto Público Real	Flexibilização sem limite superior e Blindagem do Gasto Público Financeiro
1964	Lei n. 4.595	Estrutura o Sistema Financeiro Nacional	Cria o SMN e o BCB
1964	Lei n. 4.320	Lei de Finanças	
1976	Lei n. 6.4040		Lei das Sociedades Anônimas S.A.: dividendo obrigatório mínimo a acionistas
1976	Lei n. 6.385		Cria a CVM
1987	Lei n. 1.289		Internacionalização do SFN
1988	CF-88, Art. 192	Regulamenta o SFN	Regulamenta o SFN
1988	Res. 1.524		Autorização para insituição de bancos multiplos
1994	EC 01	- Instituição do Fundo Social de Emergência (FSE): -Possibilita a desvinculação de 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União vinculados por lei a fundos ou despesas até o fim de 1996, o que leva à redução dos recursos destinados à previdência social e outras políticas sociais.	- A justificativa para a desvinculação é a necessidade de equilíbrio fiscal (saneamento financeiro da Fazenda Pública Federal e de estabilização econômica).
1995	Lei n. 9.249 Lei. n. 9250		-Isenção do imposto de renda aos lucros ou dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, e não integração à base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, a partir de 1996. -Possibilidade de dedução no imposto de renda de pessoas jurídicas de ju ros pagos ou creditados individualmente a titular, sócios ou acionistas sobre capital próprio.
1996	EC 10	- <b>Fundo Social de Emergência:</b> - Mudança do nome para Fundo de Estabilização Fiscal e prorrogação até 30 de junho de 1997.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.
1997	Decreto n. 2.271	- Terceirização e Privatização de atividades no serviço público: "poderão ser objeto de execução por terceiros as atividades materiais acessórias, instrumentais ou complementares aos assuntos que constituem área de competência legal do órgão ou da entidade."	
1997	EC 17	- <b>Fundo de Estabilização Fiscal:</b> -Prorrogação até 31 de dezembro de 1999.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.
1997	Lei n. 9.491		Programa Nacional de Desestatização



1998	EC 19 PLP n. 248	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Possibilita o fim do Regime Jurídico Único (RJU).</li> <li>- Aumenta de 2 para 3 anos o prazo para aquisição da estabilidade no serviço público.</li> <li>- Propõe a demissão de servidores estáveis por avaliação de desempenho insuficiente: será exonerado o servidor estável que receber dois conceitos sucessivos de desempenho insatisfatório ou três conceitos interpolados de desempenho insatisfatório nas últimas cinco avaliações.</li> </ul>	
1999	Lei n. 9.887		- Redução do rol de alíquotas do IRPF, estabelecendo o limite superior em 27,5%, contra a própria legislação pretérita que crescia progressivamente até a faixa dos 40%.
2000	EC. 27	<b>- Fundo de Estabilização Fiscal:</b> - É renomeado para Desvinculação de Receitas da União (DRU) e prorrogado até o fim de 2003.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.
2000	LC n. 101 LRF	<b>Lei de Responsabilidade Fiscal:</b> - Impõe limites orçamentários para as despesas com pessoal nos três níveis da Federação e possibilita demissão de servidores públicos nas três esferas de governo. - Inclui sanções como a suspensão de transferências voluntárias a outro ente da Federação, exceto as relativas a ações de educação, saúde e assistência social.	
2000	Lei n. 10.101		Participação em Lucros e Resultados
2001	Lei n. 10.303		Lei das Sociedades Anônimas S.A.: dividendo obrigatório mínimo a acionistas e proteção a acionistas minoritários
2002	Lei n. 10.411		Blindagem institucional da CVM
2003	EC. 40		Revogação do Art. 192/CF-88, para flexibilização e financeirização do SFN
2003	EC. 41	- Institui o fim da paridade e integralidade salarial dos servidores públicos, bem como o pagamento de contribuição previdenciária para aposentados e pensionistas do serviço público que recebem acima do teto do INSS.	
2004	Lei n. 11.079		Regulamentação das PPP
2005	Lei n. 11.101		Lei de Falências, favorecimentos dos credores em detrimento do fisco e dos trabalhadores
2006	Lei n. 11.312		Isonomia de impostos ao capital estrangeiro
2007	Lei n. 11.491		Fundo de Investimento do FGTS
2007	Lei n. 11.638		Lei das S/A, favorecimento dos acionistas
2007	EC 56	<b>- Desvinculação de Receitas da União (DRU):</b> - Prorrogação até 31 de dezembro de 2011.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.

2008	Lei n. 11.803		- Autoriza a criação de carteira de títulos entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional, para fins de condução da política monetária. Permite transferências de lucros e prejuízos entre o BC e o TN.
2011	EC 68	- <b>Desvinculação de Receitas da União (DRU):</b> Prorrogação da até 31 de dezembro de 2015.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.
2012	Lei n. 12.618	<b>Funpresp:</b> - Implanta o Fundo de Capitalização com contribuição definida e benefício incerto para servidores públicos que recebem acima do teto do INSS a partir de 2013 e a quebra da solidariedade entre trabalhadores ativos e inativos no serviço público.	
2014	LC n. 148		- <b>Renegociação das dívidas dos Estados com a União:</b> - Altera a Lei de Responsabilidade Fiscal - Flexibiliza critérios de indexação dos contratos de refinanciamento da dívida entre a União, Estados, o Distrito Federal e Municípios.
2015	Lei n. 13.135	- <b>Cálculo para Recebimento da Pensão:</b> - O instituidor da pensão terá que ter no mínimo 18 contribuições mensais e pelo menos 2 anos após o início do casamento ou da união estável para ter direito à pensão. - Apenas após os 44 anos de idade é que a pensão passa ser vitalícia.	
2016	LC n. 156	<b>Lei de Responsabilidade Fiscal:</b> - Substitui o conceito de "Despesas com Funcionalismo Público" por "Despesas de Pessoal", o que possibilita a somatória de despesas dos servidores com pessoal não estável, aumentando com isso o peso da rubrica total de pessoal no cômputo da Receita Corrente Líquida e seus limites (50% União e 60% Estados e Municípios) na LRF.	- <b>Plano de Recuperação Fiscal:</b> - Altera leis e renegocia os saldos devedores da Lei n. 9.946 de 1997, referentes às dívidas dos entes subnacionais para com a União.
2016	EC 93	- <b>Desvinculação de Receitas da União (DRU):</b> Prorrogação da até 31 de dezembro de 2023 e aumento de 20% para 30%.	- Mantém a justificativa da necessidade de equilíbrio fiscal e obtenção de superávits fiscais primários para pagamento de juros da dívida pública.
2016	EC 95	<b>Teto de Gastos:</b> - Institui o Novo Regime Fiscal que limita os gastos públicos por 20 anos.	- A Emenda Constitucional não limita os gastos financeiros, impõe teto somente para as despesas primárias.
2017	PLS n. 116	- Autoriza demissão de servidores estáveis por insuficiência de desempenho: será exonerado o servidor estável que receber quatro conceitos sucessivos negativos ou cinco conceitos interpolados nas últimas dez avaliações.	

2017	Lei n. 13.506		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ao dispor acerca do processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, altera leis como a de Mercado de Capitais e a de Crimes Financeiros.</li> <li>- Altera a redação de ilícitos como o crime de manipulação de mercado, de inside trading, evasão de divisas e crime de empréstimo vedado.</li> </ul>
2018	Decreto n. 9507	- Autoriza a terceirização irrestrita das áreas finalísticas dos serviços públicos, com aval do STF.	
2019	PEC 186	<p><b>- PEC Emergencial (Plano Mais Brasil):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Caso critérios relacionados às despesas sejam descumpridos, como a Regra de Ouro, são propostos mecanismos de estabilização e ajuste fiscal como: vedação de aumento a membros do Poder e servidores, de criação de cargo ou alteração de estrutura de carreira que impliquem aumento de despesa, de admissão, contratação e realização de concursos que não sejam para reposições, de criação ou aumento de benefícios e de criação ou reajuste acima da inflação de despesa obrigatória, além de redução da jornada do serviço público com redução de vencimentos.</li> </ul>	- Caso a PEC seja aprovada, o excesso de arrecadação ou superávit financeiro é reservado para pagamento das dívidas públicas.
2019	PEC 187	<p><b>PEC dos Fundos Públicos (Plano Mais Brasil):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Extingue os fundos públicos criados por lei que não forem ratificados nos dois anos subsequentes à promulgação da EC.</li> </ul>	- Possibilita que o volume desvinculado seja utilizado na amortização da dívida pública da União.
2019	PEC 188	<p><b>PEC do Pacto Federativo (Plano Mais Brasil):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução dos recursos destinados a financiar programas de desenvolvimento econômico passa de pelo menos 40% para 14%.</li> <li>- Extinção de municípios de até 5000 habitantes que não comprovarem arrecadar pelo menos 10% de suas receitas.</li> <li>- Vedação a novas concessões de garantias pela União a partir de 2026 a Estados e Municípios com problemas financeiros.</li> </ul>	- Inclusão de parágrafo único ao artigo 6º da constituição, que prevê que "será observado, na promoção dos direitos sociais, o direito ao equilíbrio fiscal intergeracional".
2020	EC 106		<p><b>EC do Orçamento de Guerra:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Institui regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento da calamidade pública nacional decorrente de pandemia internacional que autoriza ao Banco Central a comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, nos mercados secundários local e internacional, e direitos creditórios e títulos privados de crédito em mercados secundários, no âmbito de mercados financeiros, de capitais e de pagamentos.</li> <li>- Dispensa do cumprimento da Regra de Ouro durante o enfrentamento da calamidade.</li> </ul>

2020	PLP 101	<p><b>Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal (Plano de Promoção do Equilíbrio Fiscal):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- PLP substituto ajustado do Plano Mansueto (PLP 149/19) que estabelece prazo até 2030 para enquadramento no limite de despesa total com pessoal estabelecido na LRF.</li> <li>- Entre as exigências para o Regime de Recuperação Fiscal (RFF) estão medidas como a revisão dos regimes jurídicos de servidores da administração pública direta, autárquica e fundacional para reduzir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União e a instituição de regras e mecanismos para limitar o crescimento anual das despesas primárias à variação do IPCA.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Altera leis como a LC 56/16 e LC 101/00 (LRF).</li> <li>- Autorização à União de parcelamento de dívidas dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios com prazo de até 120 meses (10 anos) e incorporação de saldos devedores por contratos de refinanciamento.</li> <li>- Permissão para renegociação de dívidas junto ao sistema financeiro e instituições multilaterais de crédito sem nova verificação de limites e condições pela STN.</li> <li>- O RFF apresenta como objetivo o equilíbrio fiscal dos Estados e se diz norteado, entre outros, pelo princípio da sustentabilidade econômico-financeira.</li> </ul>
2020	LC 173	<p><b>Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus SARS-CoV-2 (Covid-19):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Suspende os concursos públicos e os prazos de validade dos concursos públicos já homologados.</li> <li>- Congelamento de salários de algumas categorias de servidores até dezembro de 2021.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Altera a LRF</li> <li>- Suspende os pagamentos dos refinanciamentos de dívidas dos Municípios com a Previdência Social com vencimento entre 1º de março e 31 de dezembro de 2020.</li> </ul>
2020	MP 930		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Autoriza aos bancos com investimentos no exterior a diminuírem a proteção cambial usada para compensar prejuízos com a flutuação do dólar</li> <li>- Impõe, a partir de 2021, a tributação sobre a variação cambial do investimento protegido pela cobertura (hedge), tornando desnecessário fazer uma proteção com valor excedente (igualmente tributável).</li> </ul>
2020	PEC 32	<p><b>PEC da Reforma Administrativa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Altera 27 trechos da Constituição e introduz 87 novos, sendo quatro artigos inteiros.</li> <li>- As principais medidas tratam da contratação, da remuneração e do desligamento de pessoal, válidas para quem ingressar no setor público após a aprovação das mudanças.</li> </ul>	
2021	PLP 19/2019	<p><b>Autonomia do Banco Central:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Confere mandato de quatro anos para o presidente e diretores da autarquia federal. O texto estabelece que o Banco Central passe a se classificar como autarquia de natureza especial caracterizada pela "ausência de vinculação a ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica".</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Com essa "autonomia", o preço dos produtos, a inflação e a taxa de juros estarão vinculados a interesses diretos do sistema financeiro, ao qual o BC continuará não tendo autonomia.</li> <li>- A maioria do plenário rejeitou destaque da oposição que visa agregar o compromisso de fomentar o pleno emprego entre as atribuições do BC.</li> </ul>

Fonte: Legislação Brasileira. Elaboração própria.



## Referências

- ARANTES, R. B. *et al.* Controles democráticos sobre a administração pública no Brasil: Legislativo, Tribunais de Contas, Judiciário e Ministério Público. In: LOUREIRO, M. R.; ABRUCIO, F. L.; PACHECO, R. S. (orgs.). **Burocracia e Política no Brasil: desafios para a ordem democrática no século XXI**. Rio de Janeiro: FGV, 2010.
- ASSECOR (Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento). **Aperfeiçoamento das Normas Fiscais Brasileiras**. Brasília: Cadernos da Reforma Administrativa, n. 09, Fonacate, 2020.
- BELLO, E.; BERCOVICI, G. e LIMA, M. M. **O Fim das Ilusões Constitucionais de 1988?** Rio de Janeiro: Rev. Direito e Práxis, Vol. 10, N.03, 2019, p. 1769-1811.
- BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. (orgs.). **Austeridade para Quem: balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Carta Maior, Friederich Ebert Stiftung, 2015.
- BELLUZZO, L. G., RAIMUNDO, L. C. e ABOUSCHEDID, S. **Gestão da Riqueza Velha e Criação de Riqueza Nova: a Modern Money Theory (MMT) é a solução?** Campinas: Revista Economia e Sociedade, n. ????, 2021.
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. **Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession**. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2019.
- BERCOVICI, G. **Constituição Econômica e Desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2005.
- BERCOVICI, G.; MASSONETO, L. F. **A Constituição Dirigente invertida: a blindagem da Constituição Financeira e a agonia da Constituição Econômica**. Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2016.
- BLYTH, M. **Austeridade: a história de uma ideia perigosa**. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.
- BRAGA, J. C. **A Financeirização da Riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais**. Campinas: Revista Economia & Sociedade, v. 2, n. 1, 1993.
- BRAGA, J. C. **A Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo**. In: Tavares, M. C.; Fiori, J. L. (Orgs.). **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.
- BRASIL DEBATE et alli. **Mudar para Sair da Crise: alternativas para o Brasil voltar a crescer**. São Paulo: Brasil Debate, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas Para o Desenvolvimento, Fórum 21, Fundação Perseu Abramo, Plataforma Política Social, Le Monde Diplomatique Brasil e Rede Desenvolvimentista, 2015a.
- BRASIL DEBATE et alli. **Subsídios para um Projeto de Desenvolvimento Nacional**. São Paulo: Brasil Debate, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas Para o Desenvolvimento, Fórum 21, Fundação Perseu Abramo, Plataforma Política Social, Le Monde Diplomatique Brasil e Rede Desenvolvimentista, 2015b.
- BRUNO, M. e CAFÉ, R. **Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil**. In: IBGE. **População, Espaço e**

Sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil. Rio de Janeiro: ENCE/IBGE, 2015.

BRUNO, M. e CAFÉ, R. **Estado e Financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento**. Campinas: Revista Economia e Sociedade, IE-Unicamp, v. 26, núm. especial, 2017.

CARDIM DE CARVALHO, F. **Keynes e os Pós-Keynesianos: princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.

CARDOSO JR., J. C. e RAIMUNDO, L. C. **Ilusões Fiscais: equívocos do monetarismo e colapso histórico do liberalismo econômico**. Brasília: RBPO (Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento), volume 10, nº 1, 2020.

CARDOSO JR. J. C. **Planejamento e Capacidade Governativa no Brasil: aporias e utopias para um mundo pós-pandêmico**. In: BERCOVICI, G., SICSÚ, J. e AGUIAR, R. (orgs.). Utopias para Reconstruir o Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

CARVALHO, D. U., MIRANDA, B. P. e GAMBI, T. F. **Financeirização e Fragilidade do Setor Público Brasileiro: um estudo para o período 2008-2014**. Curitiba: Revista de Economia da UFPR, v. 38, n. 67, 2017.

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CHESNAIS, F. (org.). **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.

CHESNAIS, F. **Tobin ou not Tobin: porque tributar o capital financeiro internacional em apoio aos cidadãos**. São Paulo: Ed. Unesp, Attac, 1999.

CHESNAY, F. (org.). **A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHESNAIS, F. **Las Deudas Ilegítimas: cuando los bancos meten mano en las políticas públicas**. Madrid: Clave Intelectual, 2012.

CBJP (COMISSÃO BRASILEIRA JUSTIÇA E PAZ); IBRADES (INSTITUTO BRASILEIRO DE DESENVOLVIMENTO). **Brasil: pela ética na gestão do sistema financeiro nacional – a promiscuidade “público-privada” com especial atenção às contas CC-5**. São Paulo: Ed. Loyola, 2000.

COUTO, L. e CARDOSO JR., J. C. **Governança Orçamentária: transformações e lacunas nas práticas de planejamento e orçamento no Brasil**. Brasília: Boletim de Análise Político-Institucional (BAPI), n. 19, Diest/Ipea, 2018.

DALTO, F., GERIONI, E., OZZIMOLO, J., DECCACHE, D. e CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna (MMT): a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.

DELGADO, G. **CF 30 Anos: finanças públicas sob o enfoque distributivo**. In: CARDOSO JR., J. C. 30 Anos da Constituição Federal Brasileira: notas para um obituário precoce. Brasília: Afipea-Sindical, 2018.

DOWBOR, L. **A Era do Capital Improdutivo**. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.

DOWBOR, L. O Parasitismo Financeiro e seus Malefícios. In: LACERDA, A. C. (org). **O Mito da Austeridade**. São Paulo: Ed. Contracorrente, 2019.

DWECK, E., ROSSI, P. e OLIVEIRA, A. L. M. (orgs.). **Austeridade e Retrocesso: finanças públicas e política fiscal no Brasil**. São Paulo: Fórum, 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP); e Plataforma Política Social, setembro de 2016.

DWECK, E., ROSSI, P. e OLIVEIRA, A. L. M. (orgs.). **Austeridade e Retrocesso: impactos sociais da política fiscal no Brasil**. São Paulo: Brasil Debate e Fundação Friedrich Ebert, agosto 2018.

DWECK, E., ROSSI, P. e OLIVEIRA, A. L. M. (orgs.). **Economia Pós-Pandemia: desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico**. São Paulo: Autonomia Literária, 2020.

FATTORELLI, M. L. Sistema da Dívida Pública: entenda como você é roubado. In: SOUZA, J.; VALIM, R. (coords). **Resgatar o Brasil**. São Paulo: Ed. Contracorrente, Ed. Boitempo, 2018.

FEVEREIRO, J. L. Dívida Pública, problema ou solução. In: MARINGONI, G; MEDEIROS, J. (orgs). **Cinco Mil Dias: o Brasil na Era do Lulismo**. São Paulo: Ed. Boitempo, Fundação Lauro Campos, 2017.

FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO. **Os Donos do Dinheiro: o rentismo no Brasil**. São Paulo: FPA, 2019.

GIMENE, M. (2019). O novo regime fiscal e o sistema de planejamento e de orçamento federal. Brasília: **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, vol. 9, nº 1.

GIMENE, M. Planejamento e Sustentabilidade Fiscal. In: GIMENE, M. (org.). **Planejamento, Orçamento e Sustentabilidade fiscal**. Brasília: Assecor, 2020.

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F. A. **Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte: 2009.

GOOD, D. **The Politics of Public Money**. Toronto: University of Toronto Press, 2nd ed., 2014

IBASE (Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas). **Quem Controla o Sistema Financeiro**. Rio de Janeiro: IBASE, 2007.

IBASE (Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas). **Crise Financeira e Déficit Democrático**. Rio de Janeiro: IBASE, 2009.

LAPYDA, I. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003 a 2010)**. São Paulo: FFLCH-USP, Tese de Doutorado, 2019.

LAPYDA, I. **Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI**. In: Cardoso Jr., J. C. (org.). **Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo institucional e implicações econômicas e sociais**. Brasília: Fonacate, 2021, no prelo.

LARA RESENDE, A. (2017). **Juros, Moeda e Ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. São Paulo: Editora Portfolio, 2017.

LAVINAS, L. e GENTIL, D. **Brasil anos 2000: a política social sob regência da financeirização**. São Paulo: Novos Estudos Cebrap, v.37, n.02, 2018.

LIN, Ken-Hou e NEELY, Megan Tobias. **Disvested. Inequality in the Age of Finance**. Oxford University Press, 2019.

MASSONETO, L. F. **O Direito Financeiro no Capitalismo Contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MORETTI, B., SANTOS, E. e BANDEIRA, E. **CF 30 Anos: o desequilíbrio entre a questão fiscal e os direitos sociais em quatro tempos**. In: CARDOSO JR., J. C. 30 Anos da Constituição Federal Brasileira: notas para um obituário precoce. Brasília: Afipea-Sindical, 2018.

MORETTI, B.; FUNCIA, F. e OCKÉ-REIS, C. **Austeridade Fiscal e Clientelismo no Orçamento Público**. Disponível em: Austeridade fiscal e clientelismo no orçamento público (diplomatie.org.br). Acesso realizado em: 17 de agosto de 2021.

OLIVEIRA, F. A. **Economia e Política das Finanças Públicas no Brasil**. São Paulo: Hucitec, 2009.

PALHARES, J. E. (org). **A Internacional do Capital Financeiro**. São Paulo: FPA, 2014.

PAULANI, L. M. **Brasil Delivery**. São Paulo: Boitempo, 2008.

PLAT, S. **Capitalismo Criminoso: como as instituições financeiras facilitam o crime**. São Paulo: Cultrix, 2017.

ROSSI, P.; DWECK, E. OLIVEIRA, A. L. M. (orgs). **Economia para Poucos: impactos sociais da austeridade e alternativas para o Brasil**. São Paulo: Autonomia Literária, 2018.

SALAMA, P. **Financeirização no Brasil: um tigre de papel, com dentes atômicos?** Disponível em <https://aviagemdosargonautas.net/2014/06/17/financeirizacao-no-brasil-um-tigre-de-papel-com-dentes-atomicos/>, 2014.

TEIXEIRA, R. A. e PINTO, E. C. **A Economia Política dos Governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico**. Campinas: Revista Economia e Sociedade, IE-Unicamp, v. 21, 2012.

TOUSSAINT, E. **A Bolsa ou a Vida: a dívida externa do terceiro mundo e as finanças contra os povos**. São Paulo: FPA, 2002.

VIANA, N. **O Capitalismo na Era da Acumulação Integral**. Aparecida-SP: Ed. Santuário, 2009.

VIEIRA FILHO, L. A. M. **Gestão da Dívida Pública e a Política Monetária no EUA e no Brasil**. Campinas: Dissertação de Mestrado, IE-Unicamp, 2019.

VIGUERAS, J. H. **El Casino que nos Gobierna: tampus y juegos financieros a lo claro**. Madrid: Clave Intelectual, 2012.

WILDAVSKY, A. **The Politics of the Budgetary Process**. Boston: Little, 1964.

WILDAVSKY, A. e CAIDEN, N. **The New Politics of the Budgetary Process**. New York: Pearson; Longman, 2004.



# 4 Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização

Eduardo Fagnani<sup>1</sup>

José Celso Cardoso Jr<sup>2</sup>

## Resumo

No Brasil, a *tributação regressiva* e a *financeirização da riqueza e das próprias finanças públicas* têm funcionado como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo do fundo público no país. Por um lado, isso restringe e penaliza a capacidade de consumo e o poder de compra real da grande maioria da população, e por outro, afeta de forma estrutural o potencial de crescimento econômico e de bem-estar social da sociedade.

Neste sentido, o objetivo deste capítulo é demonstrar que a tributação no Brasil é altamente regressiva e está na contramão dos países capitalistas relativamente menos desiguais. São apresentados indicadores que revelam um sistema marcado por elevada tributação incidente sobre o consumo de bens e serviços e reduzida tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. Com isso, o peso dos tributos indiretos captura parte expressiva da renda

dos pobres, ao mesmo tempo que obtém parcela apenas residual da renda das classes mais abastadas.

Além disso, o sistema tributário brasileiro configura-se sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro. Neste caso, a transmutação do fundo público se processa por meio da montagem de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal. Em suma: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação do fundo público nacional, porém, uma parte crescente dele se transmuta em gasto público financeiro destinado à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental previamente contraída. Configura-se no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais.

---

1 Professor colaborador do Instituto de Economia da Unicamp.

2 Doutor em Desenvolvimento pelo IE-Unicamp, desde 1997 é Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA. Atualmente, exerce a função de Presidente da Afipea-Sindical e nessa condição escreve esse texto.

## 1. Introdução

Em uma economia monetária da produção, cujo país emite sua própria moeda e as dívidas e demais haveres financeiros estão expressos nessa moeda, o governo não precisa arrecadar antes para gastar depois, pois em última instância ele sempre vai poder emitir para se autofinanciar, ainda que, em condições de pleno emprego dos fatores de produção, isso possa gerar inflação e outros desequilíbrios reais na economia como resultado não desejável dessa prática. De todo modo, mesmo sendo assim, é necessário que haja um sistema de tributação obrigatório (e preferencialmente progressivo, se um dos objetivos desse país for também produzir justiça tributária e redistributiva), a ser honrado nessa moeda de curso legal, de modo que os agentes econômicos tenham que demandar e usar essa moeda para pagar os respectivos tributos e também para realizar suas próprias transações privadas, legitimando-a como moeda nacional preferencial, ao mesmo tempo que reconhecem e legitimam o próprio poder político do Estado no campo da criação e gestão da moeda nesse espaço territorial.<sup>3</sup>

**O objetivo deste capítulo é demonstrar que a tributação no Brasil é altamente regressiva e está na contramão dos países capitalistas relativamente menos desiguais. São apresentados indicadores que revelam o caráter historicamente regressivo do sistema nacional de impostos, especialmente presente na elevada tributação incidente sobre o consumo de bens e serviços e na reduzida tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. O peso dos tributos indiretos captura parte expressiva da renda dos pobres, ao mesmo tempo que obtém parcela apenas residual da renda das classes**

**mais abastadas. Trata-se, sem margem para dúvidas, de um sistema sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro.**

Como se sabe, a origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos amplos por meio dos quais a arrecadação primária do governo se realiza, mas é apropriada, de forma considerável, por poucos agentes privados que detêm o poder econômico. No caso brasileiro, a transmutação do fundo público se processa pela montagem paulatina de arranjo normativo e institucional que captura diversas formas de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal.

No caso do sistema tributário, diversos mecanismos isentam agentes privados com poder econômico, o que resulta em baixa arrecadação proveniente dos extratos detentores das altas rendas e riqueza; e, para compensar essa limitação do processo de formação do fundo público, foram criados instrumentos de expropriação das camadas de menor renda. A injustiça fiscal e a limitação do fundo público têm consequências nefastas para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista. A tributação regressiva e a financeirização da riqueza e das próprias finanças públicas têm funcionado, no Brasil, como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo do gasto público no país, restringindo a capacidade de consumo e o poder de compra da grande maioria da população e afetando, estruturalmente, o potencial de crescimento econômico e de bem-estar social da sociedade.

A análise da tributação no Brasil deve, portanto, ser feita com base no debate inter-

---

3 É, portanto, o monopólio da violência (ou uso da força) em mãos do Estado que, historicamente, criou o seu próprio monopólio (ou violência do uso) da moeda oficial como aquela de curso forçado e validade geral em determinado território. A respeito, ver Aglietta e Orléan, 1990.

nacional sobre tributação e desigualdade. Nesse sentido, note-se que a concentração global da riqueza, que havia aumentado a partir dos anos de 1980, atingiu níveis ainda mais expressivos durante a pandemia, havendo um aumento “sem precedentes” na riqueza dos bilionários, o “maior aumento de todos os tempos”, e piora das condições de vida da população mais vulnerável. Hoje, o patrimônio dos 10 homens mais ricos do mundo é maior do que o dos 3,1 bilhões de pessoas mais pobres, diz o relatório. Uma das conclusões do estudo é que a “*desigualdade nos dias de hoje é tão abissal quanto era no auge do imperialismo ocidental no início do século 20. A Era de Ouro do final do século 19 foi superada*” (Oxfam, 2022:10).

Como nas crises do século passado, a tributação progressiva sobre as altas rendas e a riqueza voltaram a ser recomendadas pelo *establishment* internacional. Ou seja, são as próprias instituições internacionais (como o FMI, OCDE, Banco Mundial e CEPAL, por exemplo) e governos de países centrais (como os EUA, por exemplo) que estão propondo “gastar mais”. “*Por favor, gaste. Gaste o máximo que puder e depois gaste um pouco mais*”, disse Kristalina Georgieva, diretora do Fundo Monetário Internacional (FMI).<sup>4</sup>

Nessa linha, é emblemático o programa Reconstruir Melhor, anunciado pelo presidente dos EUA, Joe Biden, que prevê dois planos de expansão do investimento público, a saber: i) o Plano Americano de Empregos; e ii) o Plano das Famílias Americanas, que juntos resultarão em gastos públicos

da ordem de US\$ 4,1 trilhões em uma década. Esses gastos somar-se-ão aos US\$ 1,9 trilhão do plano fiscal de mitigação dos impactos da pandemia da Covid-19:

*“A magnitude do investimento público previsto surpreendeu muitos analistas, que viram semelhanças com as iniciativas de ampliação do investimento público adotadas pelo presidente Franklin Roosevelt no âmbito do New Deal na década de 1930” (FREITAS, 2021).*

Além de “gastar mais”, esses atores propõem “tributar mais”, tanto as altas rendas e riquezas como os lucros extraordinários das grandes corporações, para financiar serviços essenciais. Nessa linha, é emblemática a visão do comentarista econômico da conservadora Financial Time, para quem “*taxar e gastar pode virar o novo normal na economia*”<sup>5</sup>

O próprio FMI propõe ampliar a “*progressividade de impostos sobre grupos mais afluentes e menos afetados*” pela crise.<sup>6</sup> A tributação sobre herança é “o imposto certo na hora certa”, afirmou o chefe de políticas tributárias e estatística da OCDE.<sup>7</sup> Economistas do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) também preconizam a *tributação progressiva* para enfrentar o cenário pós-crise: “corroborando o Juiz Oliver Wendell Holmes: “*os impostos são o preço que pagamos por uma sociedade civilizada*” (BARREIX, GARCIMARTIN, VERDI, 2021). No caso do Plano Biden, parte do financiamento dos investimentos virá do Plano Tributário *Made in America*, que am-

4 “Gaste o máximo que puder, e depois um pouco mais”, diz FMI aos governos do mundo todo. R7, 16/1/2021. <https://livecoins.com.br/gaste-o-maximo-que-puder-fmi/>

5 “Taxar e gastar pode virar o novo normal na economia”, Martin Sandbu, Financial Times. Valor, 5/8/2020. <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2020/08/05/taxar-e-gastar-pode- virar-o-novo-normal-na-economia.ghtml>

6 Por que taxar mais ricos pode ser saída para países endividados após pandemia, na visão do FMI. Alessandra Corrêa da BBC News Brasil, *Folha*, 14/10/2020. <https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2020/10/14/por-que-ta- xar-mais-ricos-pode-ser-saida-para-paises-endividados-apos-pandemia-na-visao-fmi.htm?cmpid=copiaecola>

7 Taxar herança é ‘imposto certo no momento certo’, afirma OCDE. *Folha de S.Paulo*, 11/05/2021. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/05/taxar-heranca-e-imposto-certo-no-momento-certo-afirma-ocde.shtml>



plia a tributação das altas rendas e riquezas das pessoas físicas, corporações e grandes multinacionais (FREITAS, 2021).

No Brasil, reduzir a desigualdade e ampliar a justiça fiscal é *imperativo civilizatório*, pois somos uma das nações com o maior abismo entre ricos e pobres do mundo e nosso sistema tributário é um dos mais regressivos do planeta. O país atravessa a maior crise sanitária, socioeconômica e humanitária da sua história, o que contrasta com o formidável enriquecimento dos seus bilionários desde o início da pandemia.

Note-se que, a despeito da crise, o país tem 40 novos representantes na lista de bilionários em 2021 da Forbes.<sup>8</sup> Segundo a Oxfam, desde março de 2020, quando a pandemia foi declarada, o aumento da riqueza dos bilionários foi de 30% (US\$ 39,6 bilhões), enquanto 90% da população teve uma redução de renda entre 2019 e 2021. Os 20 maiores bilionários do país têm uma riqueza maior que 128 milhões de brasileiros (60% da população). *“É inadmissível que alguns poucos brasileiros tenham lucrado tanto durante a pandemia quando a esmagadora maioria da população ficou mais pobre”*, afirma a diretora executiva da Oxfam Brasil.<sup>9</sup>

Dados da Forbes mostram que o Brasil ocupa o 7º lugar entre os dez países que ganharam mais bilionários na última década.<sup>10</sup> Nesse decênio, o “clube dos super ricos”

brasileiros subiu de 30 para 238, sendo que a fortuna acumulada desse grupo passou de R\$ 217,7 bilhões para R\$ 1,6 trilhão, em valores correntes. Em 2010, esse patrimônio representava cerca de 6% do PIB brasileiro. Em 2020 passou para cerca de 23% do PIB, um valor quase igual ao PIB do Chile em 2018.<sup>11</sup> Chama a atenção o fato de que a riqueza desse grupo aumentou quase quatro vezes num período marcado por estagnação econômica e piora generalizada das condições de vida dos brasileiros. O paradoxo é que o sistema brasileiro possui diversos mecanismos que isentam os bilionários de tributação.

O Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) têm baixa progressividade e reduzido poder arrecadatário, porque carregam em si diversos mecanismos que isentam de tributação as camadas de altas rendas e grande parte das rendas do capital. Enquadram-se aí os rendimentos remetidos para o exterior, aos sócios e acionistas estrangeiros, os quais, por conta desses dispositivos, permitem que os contribuintes de altas rendas tenham mais de 70% dos seus rendimentos não tributados, pagando alíquota efetiva semelhante aos contribuintes de rendas baixa e média. O IPVA, por exemplo, incide sobre motos e carros populares, mas não incide sobre helicópteros e iates; assim como o Imposto sobre Grandes For-

8 Brasil tem 40 novos bilionários em 2021, ano de pandemia, diz Forbes. Uol, 27/08/2021. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/08/27/40-novos-bilionarios-brasileiros-forbes.htm>

9 Um novo bilionário surgiu a cada 26 horas durante a pandemia, enquanto a desigualdade contribuiu para a morte de uma pessoa a cada quatro segundos. Oxfam Brasil. 16/01/2022. <https://www.oxfam.org.br/noticias/um-novo-bilionario-surgiu-a-cada-26-horas-durante-a-pandemia-enquanto-a-desigualdade-contribuiu-para-a-morte-de-uma-pessoa-a-cada-quatro-segundos/#:~:text=No%20Brasil%2C%20s%C3%A3o%2055%20bilion%C3%A1rios,2%25%20entre%202019%20e%202021>.

10 Brasil ocupa 7º lugar entre os 10 países que ganharam mais bilionários na última década. Forbes. 24/04/2020. <https://forbes.com.br/listas/2020/04/brasil-ocupa-7o-lugar-entre-os-10-paises-que-ganharam-mais-bilionarios-na-ultima-decada/>

11 Número de brasileiros bilionários salta de 18 para 30, aponta “Forbes” Uol, 9/03/2011. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2011/03/09/numero-de-brasileiros-bilionarios-salta-de-18-para-30-aponta-forbes.htm?cmpid=copiaecola>; Brasil chega a 238 bilionários em 2020; fortuna total é quase PIB do Chile. Uol, 21/09/2020. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2020/09/21/novos-bilionarios-da-revista-forbes.htm?cmpid=copiaecola>



tunas (IGF), aprovado em 1988, ainda não foi implementado e a alíquota máxima do imposto sobre heranças é residual frente às praticadas por países da OCDE. Por seu turno, a propriedade rural, num país com presença marcante do latifúndio e do agro-negócio, está praticamente isenta de tributação.

Além de estarmos na contramão do mundo em matéria de tributação progressiva, somos párias internacionais no debate sobre o tema. Aqui, sequer as ideias liberais de “gastar mais” e “tributar mais”, hoje em voga nos países desenvolvidos, prosperam. Na Reforma Tributária, a agenda prioritária do Congresso Nacional está absolutamente apartada do debate internacional. Prioriza-se, exclusivamente, a simplificação da tributação do consumo e omite-se, por completo, a necessária tributação das altas rendas e riquezas. Essa agenda, já limitada, tornou-se anacrônica após a crise agravada pela Covid-19.

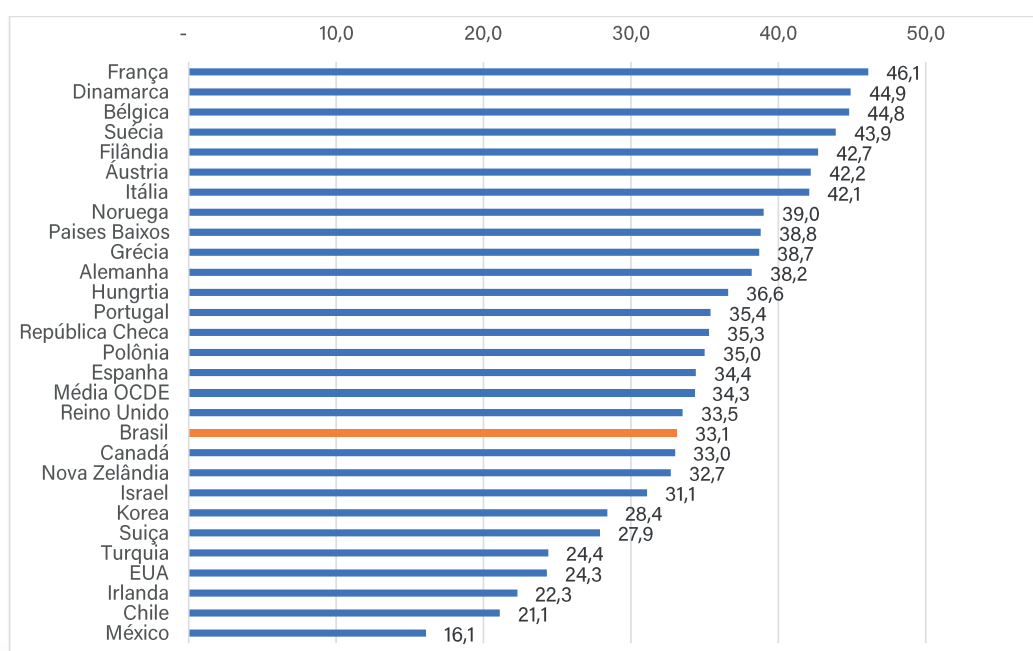
## 2. A Carga Tributária não é Alta, mas Mal Distribuída

O senso comum de que a carga tributária no Brasil é alta não traduz a realidade. O correto é que ela é mal distribuída entre pobres e ricos. Em outras palavras a carga tributária é elevadíssima para as camadas de baixa renda e para alguns setores da classe média, mas residual para as classes mais abastadas, havendo diversos mecanismos que fazem com que mais de dois terços da renda dos bilionários seja isenta de tributação.

Isso porque **a tributação no Brasil assenta-se, substancialmente, na tributação do consumo de bens e serviços e, apenas marginalmente, na tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. Daí decorre o seu caráter regressivo que confronta o princípio liberal da equidade tributária contemplado na Constituição Federal de 1988.**

Na comparação internacional, a carga tributária brasileira (33,1 % do PIB, em 2018) é inferior à observada na média dos países que integram a OCDE (34,3% do PIB), cf. dados do Gráfico 1.

**Gráfico 1: Carga Tributária no Brasil e em países da OCDE.**  
**Em % do PIB, 2018.**

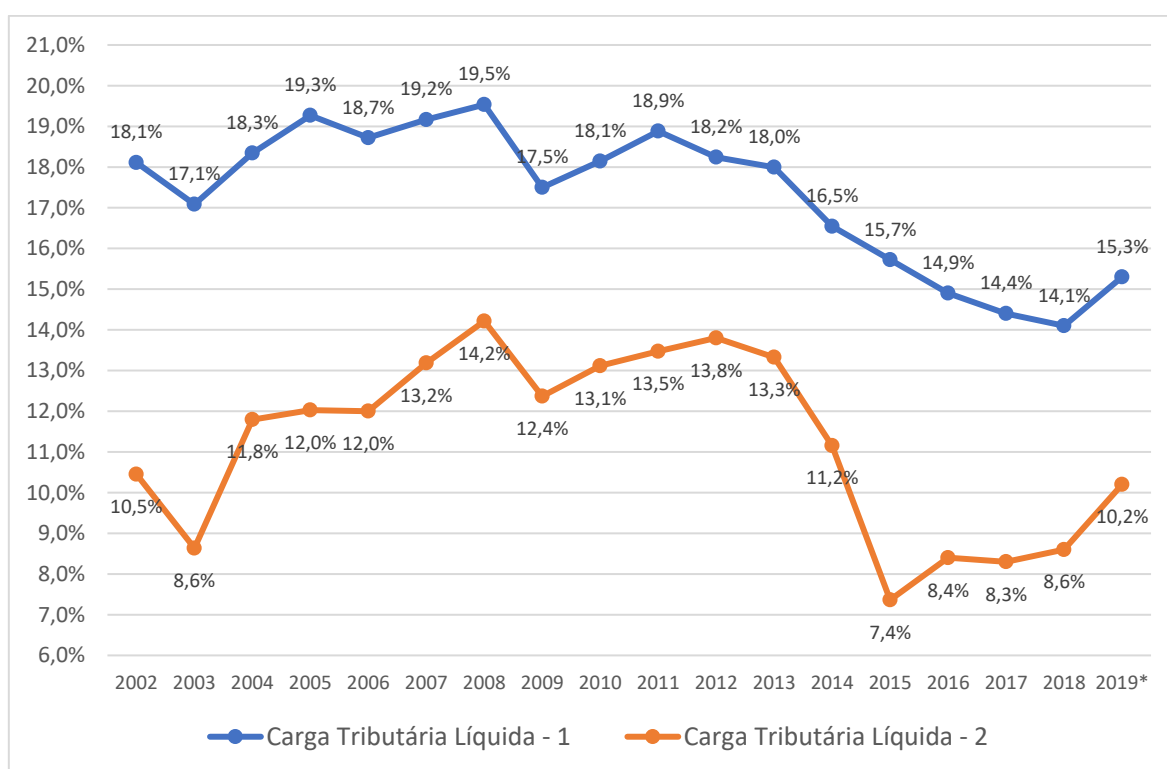


Fonte: Boletim Resultado do Tesouro Nacional (fevereiro de 2020). GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

Em relação aos países da América Latina, a carga tributária brasileira é maior porque aqui, desde a CF-1988, ao contrário da maior parte dessas nações, o país tem procurado implantar um modelo abrangente de bem-estar social. Como mencionado, o problema maior reside no fato de que a carga tributária brasileira é mal distribuída, onerando proporcionalmente mais os pobres e menos as altas rendas e riquezas, porque o sistema assenta-se, predominantemente, na tributação indireta e não na direta.

Com as transferências para a Previdência e Assistência Social e demais subsídios, a "carga tributária líquida (1)" foi de 15,3% do PIB em 2019. Se computarmos as despesas com juros, a "carga tributária líquida (2)" cai para 10,2% do PIB. Ou seja, os juros consumiram 5,1% do PIB em 2019; montante esse que havia sido de 8,3% do PIB em 2015, cf. Gráfico 2.

**Gráfico 2: Carga tributária líquida no Brasil.  
Em % do PIB, 2002-2019.**



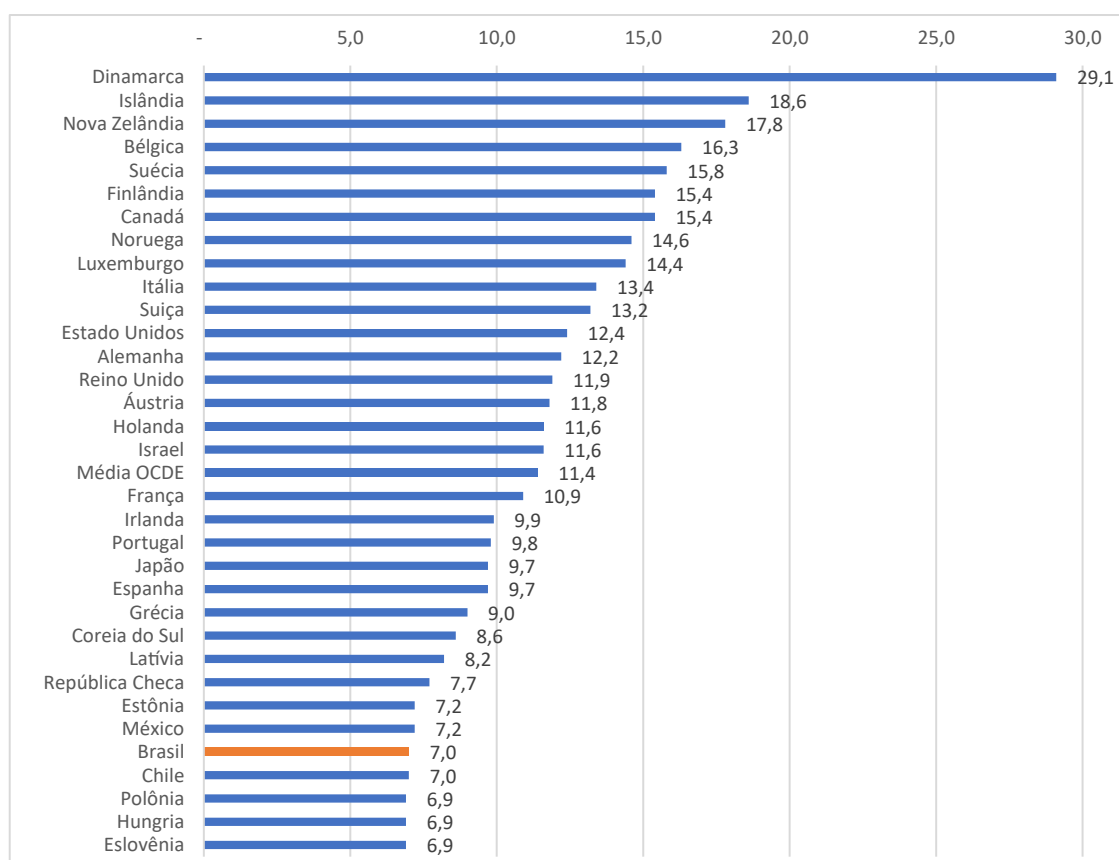
**Notas:** Carga Tributária Líquida 1 = Carga Tributária Bruta - Transferências para a Previdência e Assistência Social e Subsídios. Carga Tributária Líquida 2 = Carga Tributária Líquida 1 - Despesas com Juros. **Fonte:** BCB e SPE/MF GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

### 3. A Reduzida Tributação das Altas Rendas.

Um dos pilares da regressividade do sistema tributário brasileiro é a baixa tributação das altas rendas e patrimônios, ou dito de outra forma, a baixa tributação sobre os fluxos de renda e estoques de riqueza das camadas mais ricas da sociedade. O Gráfico 3 mostra que a carga

tributária incidente no Brasil sobre a renda, lucros e ganhos de capital é de apenas 7% do PIB. Ocupa a 5ª pior posição numa lista de 33 países. Está acima, apenas, do Chile, Polônia, Hungria e Eslovênia. A média da OCDE é de 11,4% do PIB e há uma dezena de países onde a tributação da renda, lucro e ganhos de capital é mais que o dobro da praticada no Brasil.

**Gráfico 3: Carga tributária sobre a Renda, Lucro e Ganhos de Capital no Brasil e países da OCDE.**  
Em % do PIB, 2017.



Fonte: Carga Tributária no Brasil 2018 – Análise por Tributos e Bases de Incidências - Edição março de 2020. GOMES E SILVA DA CRUZ (2021).

Essa baixa tributação da renda, lucro e ganhos de capital na comparação internacional deve-se a vários fatores. No caso da pessoa jurídica, há mecanismos que reduzem, significativamente, a tributação efetiva. Atualmente, o lucro da pessoa jurídica sofre a incidência de dois tributos: o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL). A alíquota nominal de IRPJ é de 15%, e o lucro que exceder determinado valor é tributado em mais 10%. A taxa da CSLL incidente sobre o lucro tributável é de 9% para as empresas em geral.<sup>12</sup> Portanto, a *alíquota nominal* de tributação das empresas no Brasil é de 34%, o que a

faz parecer elevada na comparação internacional. Entretanto, ressalva-se que a alíquota nominal não é o melhor indicador a ser utilizado. São as *alíquotas efetivas* que melhor definem o nível real de tributação. Mais especificamente, um país que pratica a alíquota nominal elevada pode ter alíquota efetiva menor por conta de mecanismos que acabam reduzindo a incidência efetiva sobre a renda das empresas (incentivos fiscais, subsídios, reduções de bases de cálculo, créditos ou ajustes diversos).

**Esse é o caso do Brasil, que a partir de 1995 implantou diversos mecanismos que desoneraram o Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) (INTROÍNI E**

12 No caso de instituições financeiras, esta alíquota é de 15%.

**OUTROS, 2018). Dois mecanismos legais excêntricos se destacam. O primeiro é a isenção total da tributação dos lucros e dividendos distribuídos aos sócios e acionistas das empresas, sejam pessoas físicas ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, inclusive os residentes no exterior. O segundo é a previsão legal para dedução dos chamados “juros sobre o capital próprio”, criada para permitir a dedução de suposta despesa financeira de modo a reduzir o lucro tributável.**

Além desses mecanismos, também se destacam os seguintes: i) a “amortização fiscal do ágio” pago pela empresa investidora, criado em 1997 como incentivo fiscal para estimular a privatização de empresas estatais; ii) o planejamento tributário abusivo que confronta os princípios da capacidade contributiva e da isonomia fiscal na interpretação e aplicação da legislação tributária; e iii) a questão, não combatida no Brasil, dos paraísos fiscais, que permitem a ocultação de ativos e a evasão fiscal.

Outra distorção da tributação dos lucros das pessoas jurídicas no Brasil está relacionada aos regimes de Lucro Presumido e o Simples Nacional. Atualmente, existem três regimes de tributação de lucros das pessoas jurídicas: Lucro Real, Lucro Presumido e o Simples Nacional. O Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), por sua natureza, deveria incidir sobre o acréscimo patrimonial, representado pelo lucro apurado no exercício findo. Entretanto, nem todas as empresas recolhem tributos sobre o lucro apurado contabilmente. Entre os regimes de tributação da renda da Pessoa

Jurídica, somente o denominado Lucro Real obriga a tributação do resultado apurado a partir da contabilidade empresarial. Os regimes de Lucro Presumido e o Simples Nacional tributam o lucro apurado com base em percentuais do faturamento. Em 2013, a quantidade de empresas que foram tributadas pelo Lucro Real, por exemplo, representou apenas 3% do total, enquanto as empresas tributadas pelo Lucro Presumido e pelo Simples Nacional representavam 97% do total.

No caso do Simples Nacional, a adesão ao regime requer faturamento anual de até R\$ 4,8 milhões. Na comparação internacional, esse tratamento diferenciado é assegurado apenas **às empresas de menor porte e faturamento**.<sup>13</sup> O elevado limite praticado no Brasil, portanto, apresenta distorções, por permitir que uma quantidade muito grande de pequenas empresas tenha que enfrentar uma situação de concorrência desigual com empresas de médio porte.

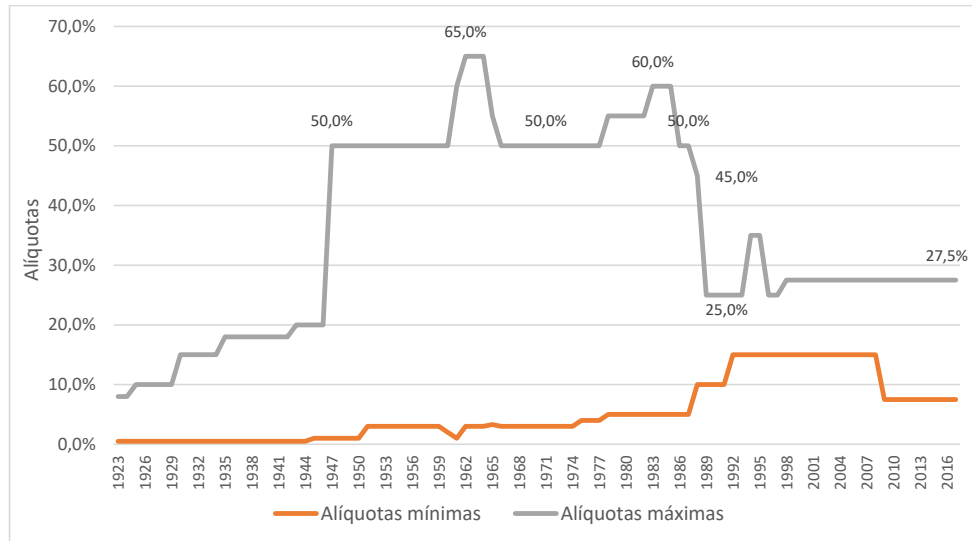
No caso do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), a reforma neoliberal dos anos de 1990 reduziu, drasticamente, sua progressividade (HICKMANN e OUTROS, 2018). Em primeiro lugar, porque, após a promulgação da Constituição de 1988, a alíquota máxima do IRPF caiu pela metade (de 45% para 25%). O Brasil já praticou alíquota máxima no IRPF mais elevada que a praticada atualmente. Entre 1945 e 1980, ela situou-se em patamar próximo de 50% (tendo atingido 65% entre 1962 e 1964); em 1988, foi reduzida para 25%; e, desde 1998, permanece em 27,5% (Gráfico 4).

---

13 Teto do Simples destoa de benefícios concedidos por outros países, diz FGV. Valor, 14/11/2019. <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/11/14/teto-do-simples-destoa-de-beneficios-concedidos-por-outros-paises-diz-fgv.ghtml>



**Gráfico 4: Alíquotas Mínimas e Máximas do IRPF no Brasil entre 1923-2017.**



Fonte: NÓBREGA (2014) e Receita Federal. Apud INTROÍNI, Paulo Gil e outros (2018)

Adicionalmente, a reforma neoliberal dos anos de 1990 reduziu, drasticamente, a progressividade do IRPF porque, como mencionado, a partir de 1995, passou-se a permitir a dedução dos juros sobre o capital próprio, pagos aos sócios e acionistas, do lucro tributável das pessoas jurídicas; e foi concedida isenção total da tributação sobre lucros e dividendos distribuídos aos sócios e acionistas (pessoas físicas e jurídicas, nacionais e estrangeiras).

Na vigência dessas regras, os acionistas (pessoas físicas e jurídicas) da Petrobrás, Vale do Rio Doce e Usiminas, por exemplo, que receberão lucros e dividendos abusivos em 2022, não pagarão um centavo de tributo. Note-se que o lucro líquido da Petrobrás atingiu R\$ 106,6 bilhões em 2021, um aumento de 1.400% em relação ao ano anterior. A Vale registrou aumento de lucros de 634% no quarto trimestre do ano passado, em relação a igual período de 2020. No acumulado do ano, o lucro líquido da mineradora somou US\$ 22,4 bilhões, uma alta de 360% em relação a 2020. Outro caso exemplar é a Usiminas, cujos lucros obtidos em

2021 foram 821% superiores aos registrados no ano anterior.

Os dados acerca dos grandes números das declarações do IRPF de 2021, feitas com base nos rendimentos de 2020, divulgados pela Receita Federal do Brasil, dão conta que a renda declarada por brasileiros com lucros e dividendos subiu a R\$ 384,3 bilhões em 2020. O valor é 7% maior que o declarado nessa fonte de rendimentos em 2019. De cada R\$ 100 declarados como lucros e dividendos, R\$ 70 estavam nas mãos do 1% mais rico do país, vale dizer, um seleto grupo de 316.348 declarantes que teve rendimentos entre R\$ 603,1 mil e R\$ 2,6 bilhões no ano de 2020.<sup>14</sup> Como mencionado, os lucros e dividendos recebidos pela pessoa física são isentos de Imposto de Renda no Brasil.

**Além desses fatores, a baixa tributação da renda, lucro e ganhos de capital na comparação internacional deve-se ao fato de que alíquota máxima do IRPF é, no Brasil, de apenas 27,5%. Nos países da OCDE, em média, a alíquota máxima é de 41,0%. Essa alíquota é superior a 50%**

14 Renda de brasileiros com lucros e dividendos cresce na pandemia e atinge R\$ 384 bi. FSP, 4/03/22. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/03/renda-de-brasileiros-com-lucros-e-dividendos-cresce-na-pandemia-e-atinge-r-384-bi.shtml>

em nações como Bélgica, Holanda, Suécia, Dinamarca e Japão, por exemplo; e entre 40% e 50% na Alemanha, França, Itália, Noruega, Portugal e Reino Unido. A alíquota máxima praticada no Brasil é inferior à praticada em muitos países da América Latina, como a Argentina (35%), Chile (40%) e Colômbia (33%), por exemplo. Entre os países emergentes, a alíquota do Brasil era também inferior à da China (45%), da Índia (34%) e da Turquia (35%), cf. Tabela 1.

**Tabela 1: Evolução das Alíquotas do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) no Brasil e Países Selecionados. Em %, 2015.**

PAÍSES	ALÍQUOTAS MÁXIMAS DO IRPF
Alemanha	45,0
Bélgica	50,0
Dinamarca	53,4
Estados Unidos	39,6
Espanha	47,0
França	45,0
Holanda	52,0
Itália	43,0
Japão	50,8
Noruega	47,2
Portugal	48,0
Suécia	57,0
Reino Unido	45,0
Média da OCDE	<b>41,0</b>
Argentina	35,0
Brasil	<b>27,5</b>
Chile	40,0
China	45,0
Colômbia	33,0
Índia	34,0
México	35,0
Nicarágua	30,0
Peru	30,0
Turquia	35,0
Uruguai	30,0
Venezuela	34,0

Fonte: KPMG. *Global Tax Rate Survey*, vários anos. OLIVEIRA (2018).

Em função dos fatores expostos, nota-se que a arrecadação IRPF no Brasil é excessivamente

reduzida na comparação internacional. Em 2015, ela representou apenas 2,5% do PIB. Nos quase 30 países visualizados na Tabela 2, essa participação é superior, apenas, à praticada no Chile, Colômbia e Peru. Na maior parte das demais nações a tributação da renda da pessoa física é três ou quatro vezes superior à brasileira.

**Tabela 2: Imposto sobre a Renda das Pessoas Físicas (IRPF) no Brasil e Países Selecionados. Em %, 2015.**

PAÍS	% PIB
Alemanha	9,8%
Argentina	3,2%
Austrália	11,7%
Áustria	10,5%
Bélgica	12,7%
Brasil	<b>2,5%</b>
Canadá	11,8%
Chile	2,0%
Colômbia	1,2%
Coreia do Sul	4,3%
Espanha	7,2%
Estados Unidos	10,6%
França	8,5%
Grécia	5,5%
Holanda	7,7%
Irlanda	7,3%
Islândia	13,5%
Israel	6,1%
Itália	11,3%
Japão	5,8%
México	3,3%
Nova Zelândia	12,6%
Peru	1,8%
Polônia	4,7%
Portugal	7,3%
Reino Unido	9,0%
Turquia	3,7%

Fonte: Elaborado por INTROINE E OUTROS (2019) a partir de dados disponíveis em: América Latina: [http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/data/revenue-statistics-in-latin-america\\_ctpa-revlat-data-en](http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/data/revenue-statistics-in-latin-america_ctpa-revlat-data-en) <http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=RSLACT&lang=en>; OCDE: [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE\\_I1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE_I1) [http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/revenue-statistics\\_2522770x](http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/revenue-statistics_2522770x).

Em função desses diversos mecanismos pelos quais o Brasil isenta de tributação os bilionários, nota-se que, no caso do IRPF, quanto maior a renda, menos impostos

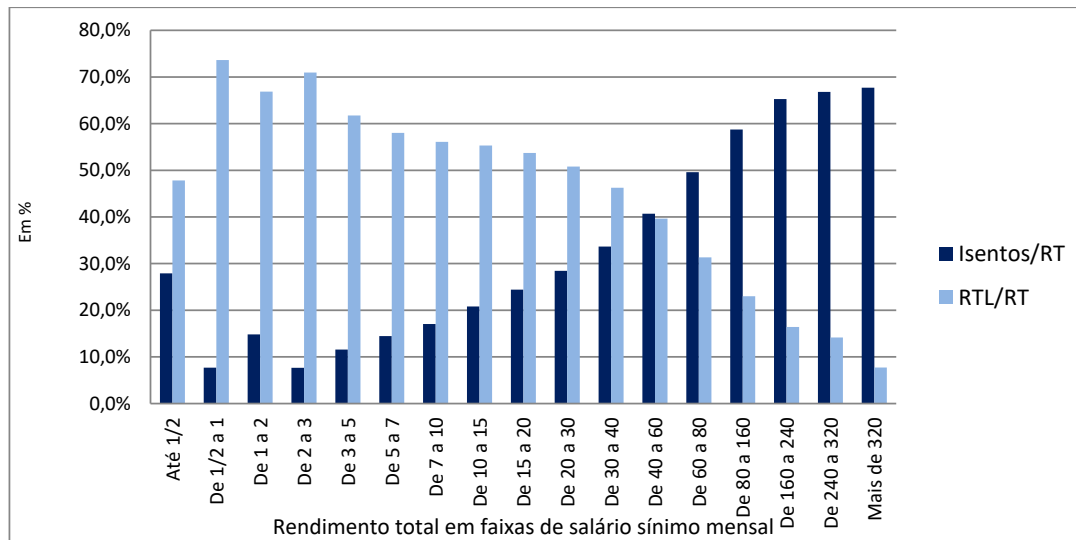
eles pagam. Quem ganha mais de 240 salários-mínimos mensais, por exemplo, tem não tributados quase 70% dos seus rendimentos, cf. Gráfico 5.

### Gráfico 5: Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) no Brasil, 2016.

Em % da renda isenta e não tributável (isentos) na renda total declarada (RT)

Em % da renda tributária líquida (RTL) na renda total declarada (RT)

(por faixas de rendimentos totais em salários-mínimos mensais)



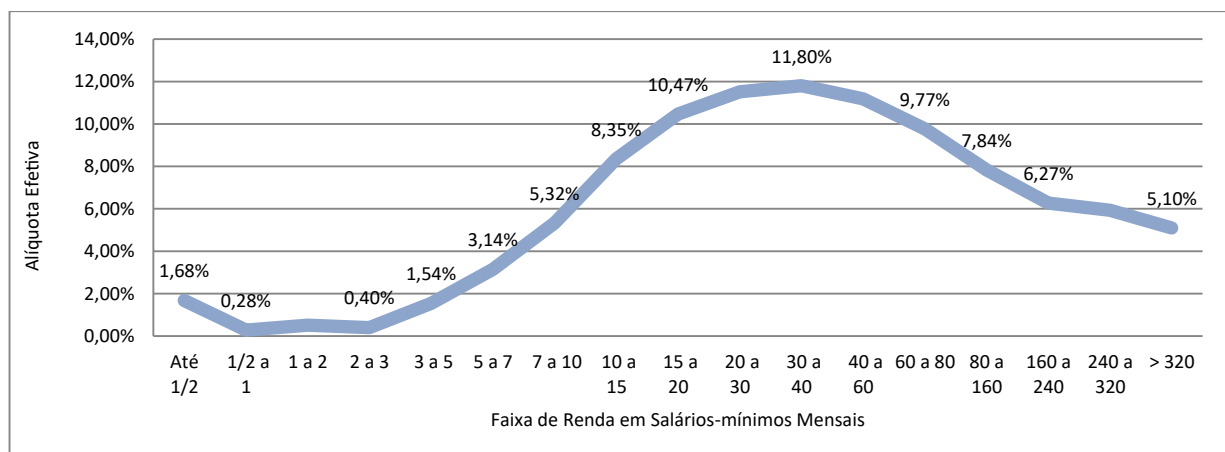
Fonte: Brasil/RFB (2017). Elaborado por INTROÍNI E OUTROS (2018)

Por conta desses fatores, o IRPF é progressivo até a faixa dos que recebem de 30 a 40 salários-mínimos mensais. Após esse ponto, o imposto torna-se regressivo. Note-se que a alíquota efetiva média do IRPF (imposto pago dividido pela renda total)

daqueles que recebem acima de 320 SM mensais, por exemplo, é de apenas 5,1%, patamar muito próximo da alíquota efetiva daqueles que recebem pouco mais de 7 SM mensais, cf. Gráfico 6.

### Gráfico 6: Alíquota efetiva média do IRPF no Brasil, 2016.

Por faixa de renda em salários-mínimos mensais



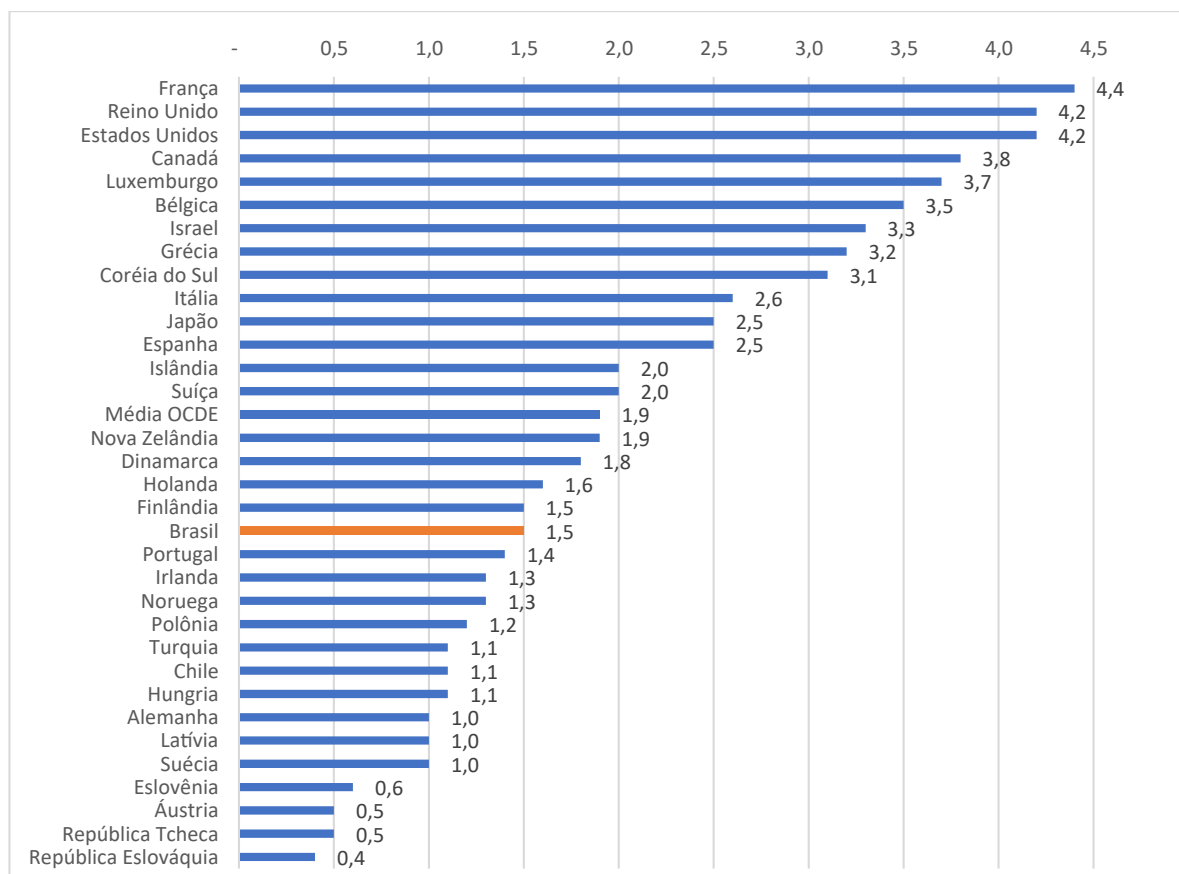
Fonte: Brasil/RFB (2017). Elaborado por INTROÍNI E OUTROS (2018).

#### 4. A Reduzida Tributação da Riqueza e da Propriedade.

Outra anomalia do sistema tributário

brasileiro é a baixa tributação que incide sobre a riqueza e a propriedade na comparação internacional (Gráfico 7).

**Gráfico 7: Carga tributária sobre a propriedade no Brasil e países da OCDE. Em % do PIB, 2017.**



Fonte: RFB. Carga Tributária no Brasil (2018) – Análise por Tributos e Bases de Incidências. Edição março de 2020. GOMES E SIL SILVA DA CRUZ (2021).

O Imposto sobre Grandes Fortunas (IGF) foi aprovado pela Constituição de 1988.<sup>15</sup> Entretanto, passadas mais de três décadas, a instituição do tributo ainda não foi regulamentada pelo Congresso Nacional. Há um Relatório da Secretaria da Receita Federal que apresenta os dados sobre a riqueza líquida dos contribuintes brasileiros divididos em faixas de renda. Segundo Carvalho Junior e Morgan (2020), em 2016, 37% da riqueza declarada era composta por bens imóveis, 7% por veículos e 46% por ativos financeiros. A distribuição de riqueza entre os declarantes mostra-se bastante concentrada. Os 1,2% contribuintes de maior ren-

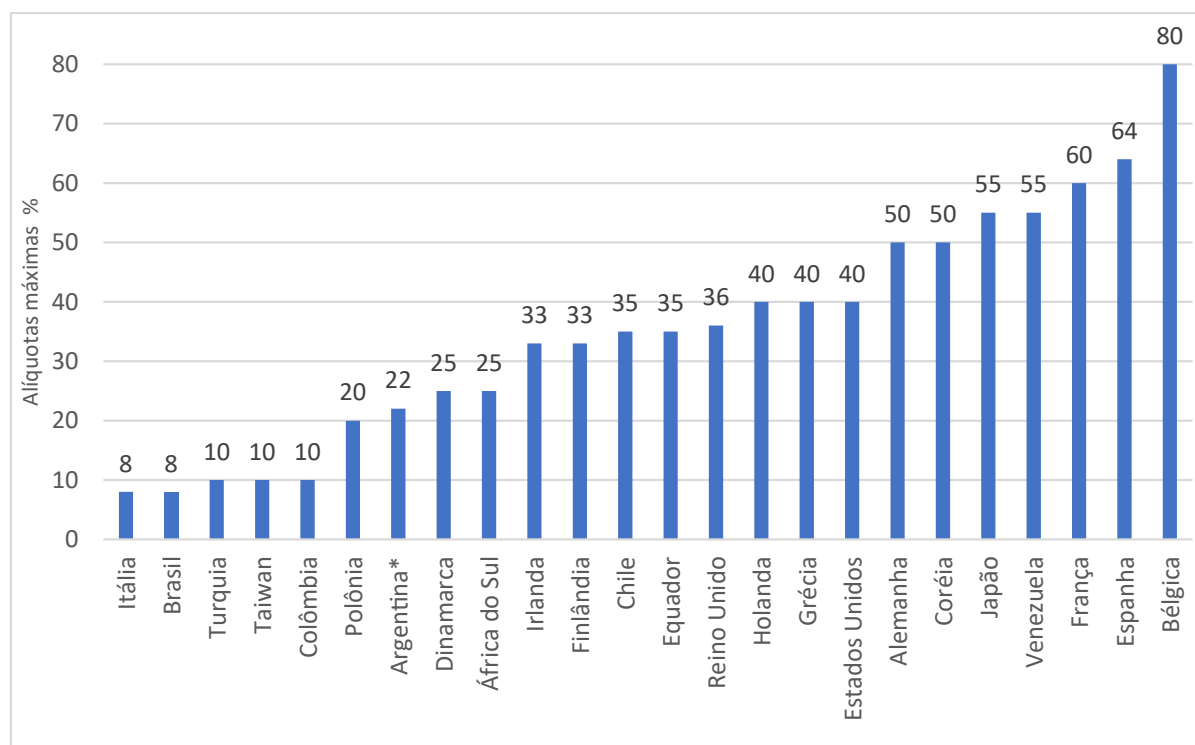
da (324.843 contribuintes) concentraram 22,7% da renda e 32,9% da riqueza líquida declarada; e 0,1% contribuintes de maior renda (25.785 contribuintes ou 0,02% da população adulta) detinham 10,5% da renda e 16,6% da riqueza declarada, sendo sua fortuna média em torno de R\$ 50 milhões.

A regressividade do sistema tributário também se manifesta na tributação sobre heranças e doações. A alíquota máxima do Imposto Sobre Transmissão *Causa Mortis* e Doação (ITCMD) (8%) é bem inferior à de muitos países, cuja alíquota máxima média situa-se em torno de 35%, cf. Gráfico 8.

15 Inciso VII do art. 153.



**Gráfico 8: Alíquota Máxima do Imposto sobre Heranças no Brasil e Países selecionados.**  
Em %, 2017.



(\*) Apenas na Província de Buenos Aires

CARVALHO JÚNIOR, Pedro H. B. O Imposto Sobre Transmissão de Bens Imóveis – ITBI. In: *A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP; FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/> Fonte: Global Property Guide (2017) e outras fontes.

O relatório da Secretaria da Receita Federal do Brasil, sobre as declarações do IRPF incluiu os dados sobre herança e doações recebidas pelos contribuintes. Segundo Carvalho Junior e Morgan (2020), o relatório mostra que todas as heranças e doações declaradas seriam de R\$ 84 bilhões em 2016, altamente concentrada em poucos declarantes: apenas 335 mil contribuintes (1,2% do total) receberam algum tipo de herança ou doação em 2016, com valor médio de R\$ 252 mil; 70% das heranças foram recebidas pelos 10% mais ricos; 41% das heranças pelos 1% mais ricos (herança média de R\$ 10,3 milhões); e 18% das heranças pelos 0,1% mais ricos (média de

R\$ 46,5 milhões).

Outro retrato da injustiça fiscal brasileira é o Imposto Sobre Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) que incide sobre automóveis e motocicletas populares, mas não incide sobre helicópteros e iates de propriedade dos mais ricos.

Há, ainda, a questão da baixa tributação da propriedade rural. A arrecadação do Imposto Sobre a Propriedade Territorial Rural (ITR) é extremamente reduzida, representando apenas 0,1% da arrecadação tributária federal e 0,02% do PIB.<sup>16</sup> Essa baixa arrecadação do ITR decorre, sobretudo, do seu caráter declaratório.

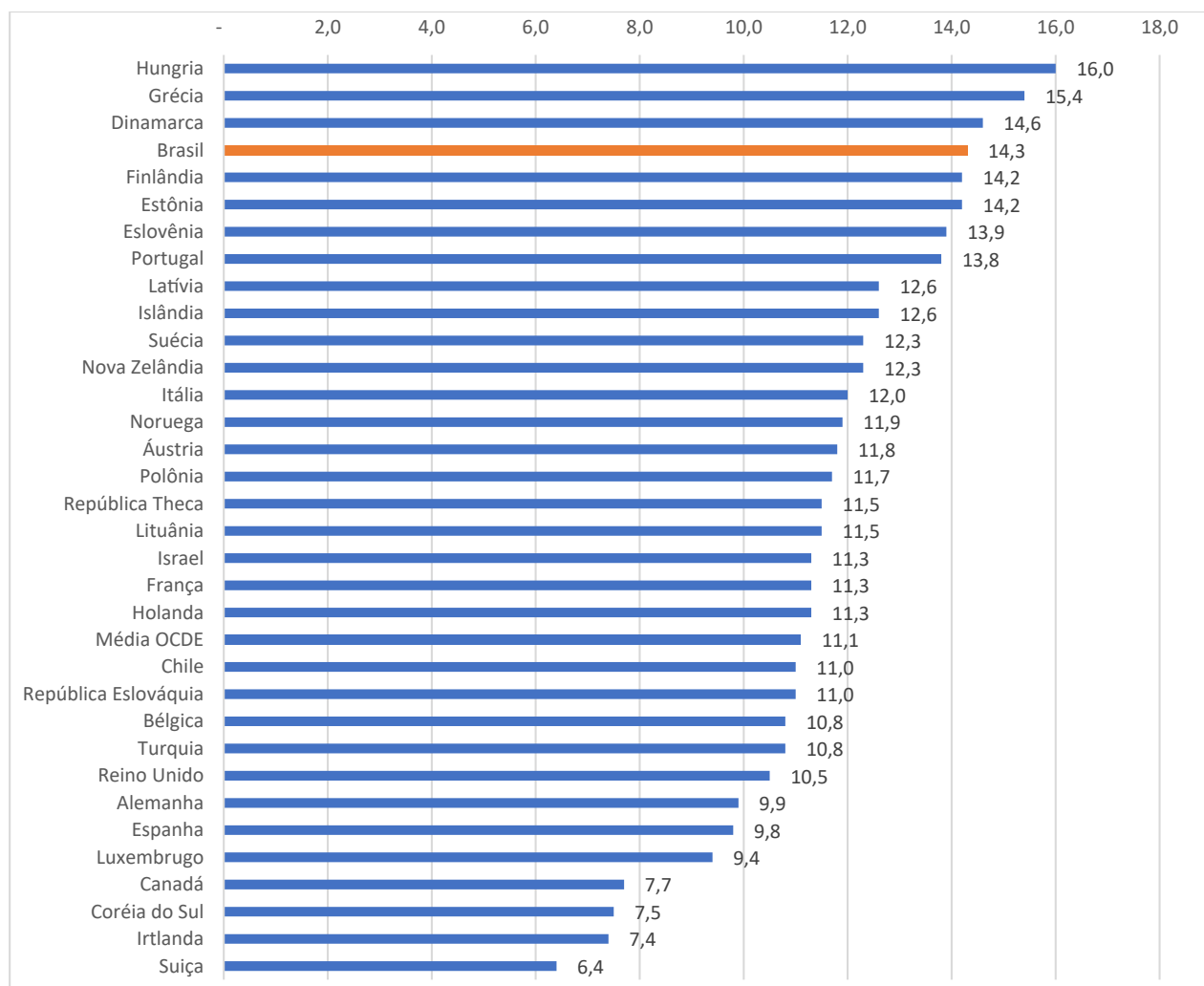
16 <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/arrecadacao/relatorios-do-resultado-da-arrecadacao>

## 5. A Elevada Tributação sobre o Consumo.

O sistema tributário brasileiro é um dos mais regressivos do mundo porque tributa residualmente a renda, o lucro, os ganhos de capital e a riqueza e, simul-

taneamente, compensa essa baixa tributação, pela excessiva carga incidente sobre o consumo, uma das mais altas do mundo, que captura, proporcionalmente, parcela maior da renda dos mais pobres, cf. Gráfico 9.

**Gráfico 9: Carga Tributária sobre Bens e Serviços no Brasil e países da OCDE.**  
**Em % do PIB, 2017.**



Fonte: RFB. Carga Tributária no Brasil (2018) – Análise por Tributos e Bases de Incidências. Edição março de 2020. GOMES E SILVA DA CRUZ (2021).

A Tabela 3 mostra que, em 2015, a participação relativa dos impostos que incidem sobre o consumo na carga tributária total atinge 50%; a média da OCDE é de 32,4%; e nos EUA, 17%.

Por outro lado, tributamos pouco a renda

e o patrimônio. Na Dinamarca, esses dois itens, em conjunto, representam 67% da arrecadação total de impostos; nos EUA, 60%; na média dos países da OCDE, 40%; no Brasil, apenas 23%.

**Tabela 3: Composição da Carga Tributária, por Bases de Incidência, no Brasil e países da OCDE.**  
Em %, 2015.

Países	Renda	Patrimônio	Consumo	Outros	Total	Carga Tributária (% Pib)
Alemanha	31,2	2,9	27,8	38,1	100,0	37,1
Bélgica	35,7	7,8	23,8	32,7	100,0	44,8
Chile	36,4	4,4	54,1	5,1	100,0	20,5
Coreia do Sul	30,3	12,4	28,0	29,3	100,0	25,2
Dinamarca	63,1	4,1	31,6	1,2	100,0	45,9
Espanha	28,3	7,7	29,7	34,3	100,0	33,8
Estados Unidos	49,1	10,3	17,0	23,6	100,0	26,2
França	23,5	9,0	24,3	43,2	100,0	45,2
Holanda	27,7	3,8	29,6	38,9	100,0	37,4
Irlanda	43,0	6,4	32,6	18,0	100,0	23,1
Itália	31,8	6,5	27,3	34,4	100,0	43,3
Japão	31,2	8,2	21,0	39,6	100,0	30,7
Noruega	39,4	2,9	30,4	27,3	100,0	38,3
Portugal	30,2	3,7	38,4	27,7	100,0	34,6
Reino Unido	35,3	12,6	32,9	19,2	100,0	32,5
Suécia	35,9	2,4	28,1	33,6	100,0	43,3
Turquia	20,3	4,9	44,3	30,5	100,0	25,1
<b>MÉDIA OCDE</b>	<b>34,1</b>	<b>5,5</b>	<b>32,4</b>	<b>28,0</b>	<b>100,0</b>	<b>34,0</b>
<b>BRASIL (1)</b>	<b>18,3</b>	<b>4,4</b>	<b>49,7</b>	<b>27,6</b>	<b>100,0</b>	<b>32,6</b>

Autor: OLIVEIRA (2018) Fontes: OCDE: Revenue Statistics Comparative Tables. [HTTps://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode](https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode); Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal. CETAD – Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros.

Nota: (1) Carga Tributária de 2015, RFB.

A injustiça fiscal é patente, pois esses tributos capturam parcela maior da renda dos mais pobres, proporcionalmente à renda dos mais ricos. O rendimento dos mais pobres é rebaixado em proporção muito maior que a renda dos ricos. Silveira e outros (2022) mostram que os tributos indiretos capturam 23,4% da renda dos 10% mais pobres e 8,6% da renda dos 10% mais ricos. Lara Ibarra; Rubião; Fleury (2021) concluem que os impostos indiretos representam entre 23 e 45% da renda entre as famílias mais pobres. Há, portanto, profunda assimetria no peso dos impostos no cofre dos ricos e no bolso dos pobres. Daí decorre o seu caráter regressivo que desafia o princípio liberal da equidade tributária contemplado na Constituição Federal do Brasil.

## 6. Considerações Finais: tributação regressiva e financeirização como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo das finanças públicas no Brasil.

Como visto neste capítulo, o sistema tributário brasileiro é regressivo porque assenta-se na tributação indireta, poupando os ricos da tributação direta. Desta maneira, **o Estado age, por meio da forma regressiva e injusta de arrecadação tributária, como instrumento da concentração de renda no país, fenômeno este que, por um lado, restringe e penaliza a capacidade de consumo e o poder de compra real da grande maioria da população, e por outro, afeta de forma estru-**

**tural o potencial de crescimento econômico produtivo e de bem-estar social da sociedade brasileira.**

É, ademais e sem margem para dúvidas, um sistema sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro. A relação entre ambos os temas reside no fato de que, no caso brasileiro, apesar da sua estrutura tributária diferenciadamente confusa, eventualmente onerosa e majoritariamente regressiva, o fundo público total consegue, em função da diversidade de tributos, alíquotas e bases de incidência que possui, envolver praticamente a totalidade das atividades econômicas, fluxos monetários, estoques de riqueza, pessoas físicas, famílias e empresas, no seu cômputo geral. Em outras palavras, isso significa que, a despeito dos problemas notórios da estrutura tributária brasileira, sobretudo em termos de sua incidência social e sua composição final – que ao privilegiar mais a arrecadação indireta sobre bens e serviços que a direta sobre os fluxos de renda e estoques de riqueza (patrimônio), acaba produzindo um viés *anti-crescimento*, *anti-social* e *anti-federação* (OLIVEIRA, 2009) –, o fato concreto é que o fundo público dela derivado possui um caráter econômico, social e territorial bastante abrangente. Em suma: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação geral do fundo público nacional.

**Mas dito isso, é importante entender que, em termos lógicos, uma vez composto o fundo público real ou primário da economia, uma parte dele é convertida em custeio permanente da própria máquina pública, outra é convertida em políticas, gastos e investimentos públicos correspondentes ao arco total de programas e ações governamentais, supostamente portadores do projeto desejado de transformação ou manutenção do desenvolvimento nacional, e uma terceira parte é destinada correntemente à rola-**

**gem e/ou amortização da dívida pública federal.**

**Enquanto as duas primeiras partes podem ser explicadas, ainda em termos lógicos, como a *transmutação* do fundo público arrecadado de toda a sociedade em gastos reais específicos (vale dizer: gastos sociais, setoriais e territoriais específicos), a terceira parte corresponde, por sua vez, ao montante do fundo público real/primário que se *transmuta* em gasto público financeiro necessário à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental contraída.**

Desde sempre, assim o é, tanto para financiar/alavancar (por meio da antecipação de poder de compra estatal que a dívida pública representa em sua origem) seus gastos reais destinados originalmente às duas partes citadas no início, como para (auto)financiar/rolar, de modo permanente – e tendencialmente crescente – ao longo do tempo (em função do processo da *financeirização* que se vai tornando dominante nesta economia), os gastos financeiros do governo contra si mesmo, mas a favor de seus credores, os quais são um subconjunto desde sempre reduzido, privilegiado e poderoso em fazer valer tais compromissos creditícios-financeiros do Estado para consigo.

Em outras palavras: a origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos sociais, empresariais e estatais amplos, por meio dos quais toda a arrecadação primária do governo se realiza, mas cujo destino toma, crescentemente, o caminho da apropriação concentrada de parte considerável de tais recursos em poder de segmentos ou agentes econômicos pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados. Assim, a transmutação do fundo público se processa, no caso brasileiro, por meio da montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos flu-



xos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal.

**Tal fenômeno precisa, portanto, ser compreendido segundo uma dupla perspectiva. De um lado, significa transformação de recursos reais, derivados do sistema econômico produtivo por meio da arrecadação tributária primária, em recursos financeiros que a partir de então engendram mecanismos autônomos e endógenos de valorização, aos quais chamamos de processo de *financeirização*, que ajuda a configurar no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais. De outro lado, a transmutação compreende a própria mudança de titularidade/propriedade do capital, de uns para outros agentes econômicos, processo esse que chamamos de *privatização das finanças públicas*.**

Em muitos lugares do mundo, mas em particular no Brasil, isso assume um caráter disfuncional, pois aqui ocorre algo como uma socialização ampla e intensa da arrecadação/expropriação tributária no processo de formação do fundo público, ao mesmo tempo que uma destinação/apropriação privada do gasto público, igualmente intensa, porém concentrada em poucos e privilegiados setores/agentes econômicos, com consequências deletérias para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista no país.

Desta maneira, tudo somado, pode-se afirmar, de forma peremptória no caso brasileiro, tratar-se de *sistema tributário inconstitucional*, pois não respeita o "princípio da equidade" formulado, ainda no século 18, pela teoria da tributação de Adam Smith. Nas palavras do economista liberal clássico: "*os súditos de cada Estado devem*

*contribuir o máximo possível para a manutenção do governo, em proporção a suas respectivas capacidades, isto é, em proporção ao rendimento de que cada um desfruta sob a proteção do Estado"* (SMITH, 1966: 247-249). No Brasil, os princípios da "igualdade material tributária" e da "capacidade econômica do contribuinte", embora estejam formalmente contemplados na Constituição da República,<sup>17</sup> não são observados na estruturação do sistema de arrecadação.

O paradoxo é que as propostas prioritárias de Reforma Tributária que tramitam no Congresso Nacional não enfrentam tamanhas inconstitucionalidades. Procurou-se enfatizar que vivemos uma das maiores crises da história do capitalismo. Situação excepcional que, como mencionado, instituições internacionais e governos de países centrais, mesmo os mais conservadores, estão propondo "tributar mais", elevando os impostos junto aos segmentos mais ricos da população.

Entretanto, no Brasil, nem mesmo tais ideias liberais prosperam. Na Reforma Tributária, a agenda prioritária do Congresso Nacional está desconectada do debate conduzido pelo *establishment* das finanças internacionais. A agenda prioritária do Congresso Nacional contempla, exclusivamente, a simplificação da tributação sobre o consumo, sendo omissa quanto à tributação da riqueza; e, no caso do Imposto de Renda da Pessoa Física, a proposta tardia, apresentada pelo Governo Federal, implica em redução da participação relativa deste tributo na carga tributária total.

Antes da Covid-19, essa agenda já era injusta e limitada, porque as duas propostas em tramitação no Congresso <sup>18</sup> não enfrentam a principal anomalia da tributação brasileira que é o seu caráter regressivo;

17 Artigos 5º e 145º, CF/88.

18 Propostas de Emenda Constitucional n. 45/2019 (Câmara dos Deputados) e n.110/2019 (Senado).

não reduzem e podem ampliar a desigualdade fiscal; e são profundamente insuficientes, porque não fortalecem financeiramente o Estado para que cumpra o papel dele exigido em crises dessa envergadura. A esperada agenda da Reforma Tributária transformou-se na agenda da Reforma da Tributação do Consumo. Se essa agenda já era limitada, tornou-se anacrônica após a crise agravada pela Covid-19. A história econômica não registra que crises da envergadura da atual tenham sido enfrentadas com simplificação da tributação sobre o consumo, ou redução da mesma sobre a renda pessoal.

**Em suma, o debate sobre a tributação no Brasil está na idade das trevas. Também nesse item, somos párias internacionais. O momento impõe que a Reforma Tributária avance, de modo progressivo, na tributação sobre a renda e sobre o patrimônio, isto é, sobre os fluxos de renda real e financeira das famílias e empresas, bem como sobre os seus respectivos estoques de riqueza patrimonial e também financeira. É preciso onerar mais quem ganha mais, desonerando os mais po-**

**bres e as microempresas, para assim ampliar a capacidade de gasto real do Estado, combater as desigualdades e fomentar a demanda agregada nacional. O aumento da carga tributária incidente sobre as altas rendas e o patrimônio das pessoas físicas é necessário, ademais, para recompor a arrecadação fiscal, que despencou com a crise. Com a retomada do crescimento, a carga tributária poderá ser reequilibrada, reduzindo-se a tributação que incide sobre o consumo popular e sobre a folha de pagamentos, sempre que possível.**<sup>19</sup>

Estas diretrizes foram contempladas na proposta alternativa formulada pelos partidos da oposição, que também tramita no Congresso Nacional. Trata-se da “Reforma Tributária Solidária, Justa e Sustentável”, consolidada pela Emenda Substitutiva Global à PEC 45 de n. 178,<sup>20</sup> de iniciativa das bancadas do PT, PC do B, PDT, PSB, PSOL e Rede na Câmara dos Deputados – mas poucos sabem da sua existência, pois a agenda de mudanças propostas é pauta interdita pela mídia corporativa brasileira.

## Referências

AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1990.

*A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP; FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

*A Reforma Tributária Necessária: Justiça Fiscal é Possível: Subsídios para o Debate Democrático sobre o Novo Desenho da Tributação Brasileira* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP; FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 152 p. ISBN: 978-85-62102-30-1804. [http://plataformapoliticasocial.com.br/wp-content/uploads/2018/12/Livro\\_completo.pdf](http://plataformapoliticasocial.com.br/wp-content/uploads/2018/12/Livro_completo.pdf)

---

19 No caso da folha de pagamentos, é de fato desejável que ela onere menos a estrutura de tributos do setor privado, mas para tanto, é preciso migrarmos para um verdadeiro estado de proteção e promoção social, este financiado com impostos gerais progressivos da sociedade, ao invés de cofinanciado pela própria classe trabalhadora, como atualmente se faz.

20 <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2223716>

BARREIX, A; GARCIMARTIN, C; VERDI, M; (2021). *Ideias para uma melhor tributação na pós-crise da COVID-19*. Blog da divisão de Gestão Fiscal do BID. <https://blogs.iadb.org/gestion-fiscal/pt-br/ideias-para-uma-melhor-tributacao-na-pos-crise-da-covid-19/>

BERG, Andrew G e OSTRY Jonathan D. *Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin?* IMF Discussion Note. International Monetary Fund. April 8, 2011. SDN/11/08. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1108.pdf>

CARVALHO JUNIOR, P.H. E MORGAN, M. (2020), *Tributação da riqueza: princípios gerais, experiência internacional e lições para o Brasil*. In Brasil: Estado de bem-estar social?: limites, possibilidades e desafios / Jorge Abrahão de Castro, Marcio Pochmann (organizadores). – São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2020.

FREITAS, Cristina P. de (2021). *Os planos de investimento do governo Biden*. Observatório da Economia Contemporânea. *Le Monde Diplomatique Brasil*. <https://diplomatique.org.br/os-planos-de-investimento-do-governo-biden/>

GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. *Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira*. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

HICKMANN, Clair e outros. *Tributação da renda da pessoa jurídica: instrumento da guerra fiscal internacional ou do desenvolvimento?* In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

INTROÍNI, Paulo Gil e outros. *Tributação sobre a renda da pessoa física: isonomia como princípio fundamental de justiça fiscal*. In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

LARA IBARRA, Gabriel; RUBIÃO, Rafael Macedo; FLEURY, Eduardo (2021). *Incidência Tributária Indireta no Brasil: Avaliando os Efeitos Distributivos de Potenciais Reformas Tributárias*. Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas; 9891. Banco Mundial, Washington, DC. © Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36783> Licença: CC BY 3.0 IGO."

NÓBREGA, C. B. *História do Imposto de Renda no Brasil, um enfoque da pessoa física (1922-2013)*. Brasília: Secretaria da Receita Federal do Brasil, 2014. <http://bit.ly/1YqvlsI>

OECD (2020), *Tax policy reforms 2020: OECD and Selected Partner Economies*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/7af51916-en>.

OLIVEIRA, F. A. *Economia e Política das Finanças Públicas no Brasil*. São Paulo: Hucitec, 2009.

OLIVEIRA, F. A. *As reformas tributárias no plano internacional: a marcha da insensatez*. In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

OXFAM (2022). *A Desigualdade Mata. A incomparável ação necessária para combater a desigualdade sem precedentes decorrente da Covid-19*. Oxfam International January

2022. <https://materiais.oxfam.org.br/relatorio-a-desigualdade-mata>

Silveira e outros (2022)

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1966.

*Tributar os super-ricos para reconstruir o País*. Auditores Fiscais pela Democracia –AFD; Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil –ANFIP; Federação Nacional do Fisco Estadual e Distrital –FENAFISCO; Instituto Justiça Fiscal –IJF das delegacias sindicais do Sindicato Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil –SINDIFISCO NACIONAL de Belo Horizonte, Brasília, Ceará, Curitiba, Florianópolis, Paraíba, Ribeirão Preto, Rio de Janeiro, Rio Grande do Norte e Salvador. 2020. <https://plataformapoliticasocial.com.br/tributar-os-super-ricos-para-reconstruir-o-pais/>



# 5

## O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal

*José Luis da Costa Oreiro<sup>1</sup>*

*Helder Lara Ferreira Filho<sup>2</sup>*

### Resumo

O Brasil convive com uma forte elevação do endividamento público desde 2014. Inclusive, por conta da pandemia, houve um salto em nível da dívida/PIB em 2020. Isso ocorreu não obstante as regras fiscais existentes no país e mesmo com a introdução do teto de gastos do governo federal em 2016. Sendo assim, pretende-se, neste capítulo, analisar a sustentabilidade da dívida no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será analisada a pertinên-

cia do atual arcabouço fiscal brasileiro – suas regras fiscais – para que se combine sustentabilidade da dívida com crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico no curto e médio-prazo possa ser autofinanciável.

---

1 Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB), Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País Basco (Bilbao/Espanha), Pesquisador Nível IB do CNPq, Membro Sênior da Post-Keynesian Economics Society e Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. E-mail: [joreiro@unb.br](mailto:joreiro@unb.br). Página Pessoal: [www.joseluisoreiro.com.br](http://www.joseluisoreiro.com.br). Página do Grupo de Pesquisa: [www.sdmrg.com.br](http://www.sdmrg.com.br)

2 Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), doutorando em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e pesquisador do Grupo Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. É Auditor Federal de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional. Opiniões pessoais, e não institucionais. E-mail: [helder.laferf@gmail.com](mailto:helder.laferf@gmail.com)

## 1. Introdução

A grande recessão brasileira<sup>3</sup> (2014-2016) deixou duas grandes cicatrizes na economia do país. A primeira cicatriz foi a redução persistente da taxa de crescimento do PIB, a qual passou de 2,8% a.a no período 1980-2014 para menos de 1,4% a.a no período 2017-2019. Deve-se observar que, uma vez terminada a recessão no quarto trimestre de 2016, seria de se esperar a obtenção de taxas mais robustas de crescimento nos anos subsequentes, caso a tendência de crescimento do período 1980-2014 fosse mantida inalterada. Em outras palavras, a grande recessão produziu uma redução da tendência de crescimento de longo-prazo da economia brasileira, provavelmente a *histerese*<sup>4</sup> gerada pelos efeitos de sucateamento do capital e perda de qualificação profissional dos desempregados devido a duração e a profundidade da recessão. A segunda cicatriz foi um aumento de aproximadamente 25 p.p da DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) entre o final de 2014 e o início de 2017. Essa elevação do endividamento público colocou a sustentabilidade da dívida pública no centro do debate de política econômica, deslocando para um plano secundário os efeitos da grande recessão sobre o crescimento da economia brasileira. Podemos afirmar, sem exageros, que o “desequilíbrio fiscal” é tido, nos últimos 5 a 6 anos, como o principal problema da economia brasileira.

Essa obsessão pelo “desequilíbrio fiscal”

levou à introdução de uma nova regra fiscal, o teto de gastos, por intermédio da EC 95/2016. A ideia subjacente à nova regra fiscal era realizar um ajuste fiscal pelo lado da despesa primária da União, congelando-se os gastos primários em termos reais por um período de até 20 anos. Dessa forma, a União poderia voltar a exibir um nível de superávit primário necessário para a redução da relação dívida pública/PIB, pela diminuição gradual da despesa primária como proporção do PIB. Está claro que para que essa estratégia fosse bem sucedida seria necessário que: (i) a economia apresentasse um crescimento minimamente robusto nos anos subsequentes, de maneira a permitir a redução do gasto primário como proporção do PIB por intermédio de um aumento do denominador dessa relação; e (ii) o ritmo de crescimento das despesas ditas obrigatórias – como, por exemplo, os gastos com a folha de pagamentos dos funcionários públicos e com os benefícios previdenciários – deveria ser reduzido de maneira a permitir que o “teto de gastos” conseguisse produzir a redução necessária na despesa primária como proporção do PIB antes que o esmagamento das despesas discricionárias, entre as quais o investimento público – usadas como variável de ajuste para o atendimento do teto – levasse o governo federal a uma situação de *shutdown* por incapacidade legal de realizar os gastos necessários para o simples funcionamento da máquina estatal.

---

3 Uma análise das causas grande recessão brasileira pode ser obtida em Oreiro (2017).

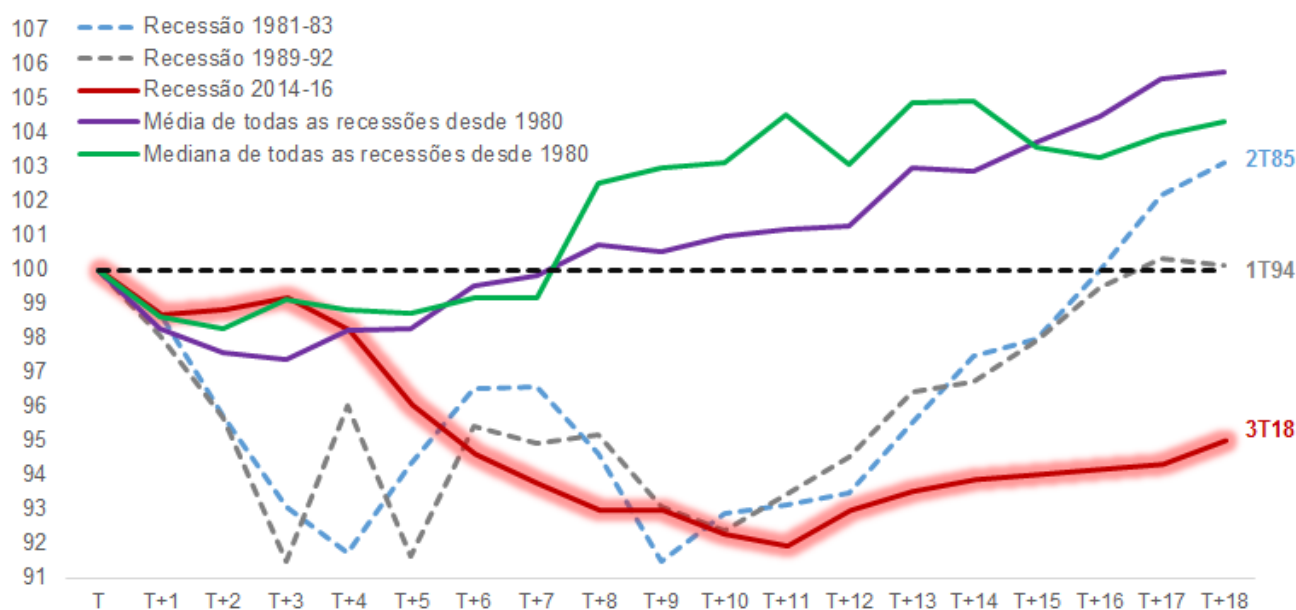
4 O conceito de histerese foi formulado originalmente na Física. A histerese é a propriedade que um objeto, sistema ou material possui de manter suas características mesmo que não receba mais qualquer ação que fora necessária para a sua formação. Ou seja, trata-se de algo que foi formado por meio de algum estímulo forçado e sem o qual não aconteceria. No entanto, esse estímulo não precisa se manter ou se repetir para que a formação mantenha sua conservação ou seu resultado. Na economia o conceito de histerese é, geralmente, aplicado ao mercado de trabalho. Dizemos que a taxa de desemprego apresenta histerese se aquela apresenta dificuldade para retornar ao seu valor original após a ocorrência de uma crise. Esse conceito também pode ser aplicado à taxa de crescimento. Nesse caso, o crescimento apresenta histerese se após a ocorrência de uma crise, a economia não consegue retomar o ritmo de crescimento que possuía anteriormente a ela.

A introdução do teto de gastos resultou numa contração significativa do investimento líquido a partir de 2014, o qual se tornou crescentemente negativo no período 2016-2020, conforme dados do *Observatório de Política Fiscal* do IBRE/FGV.<sup>5</sup> Em função do elevado multiplicador fiscal dos investimentos públicos (Resende e Pires,

2021), essa redução dos investimentos da União teve um efeito fortemente contracionista sobre a demanda agregada; explicando, ao menos em parte, o ritmo extremamente lento de recuperação da economia brasileira após o término da grande recessão (Ver Gráfico 1).

**Gráfico 1: Padrão de evolução do PIB brasileiro dessazonalizado em recessões**

Pico imediatamente anterior ao início da recessão = T = 100.



Fonte: Borges e Borça Jr.(2019).

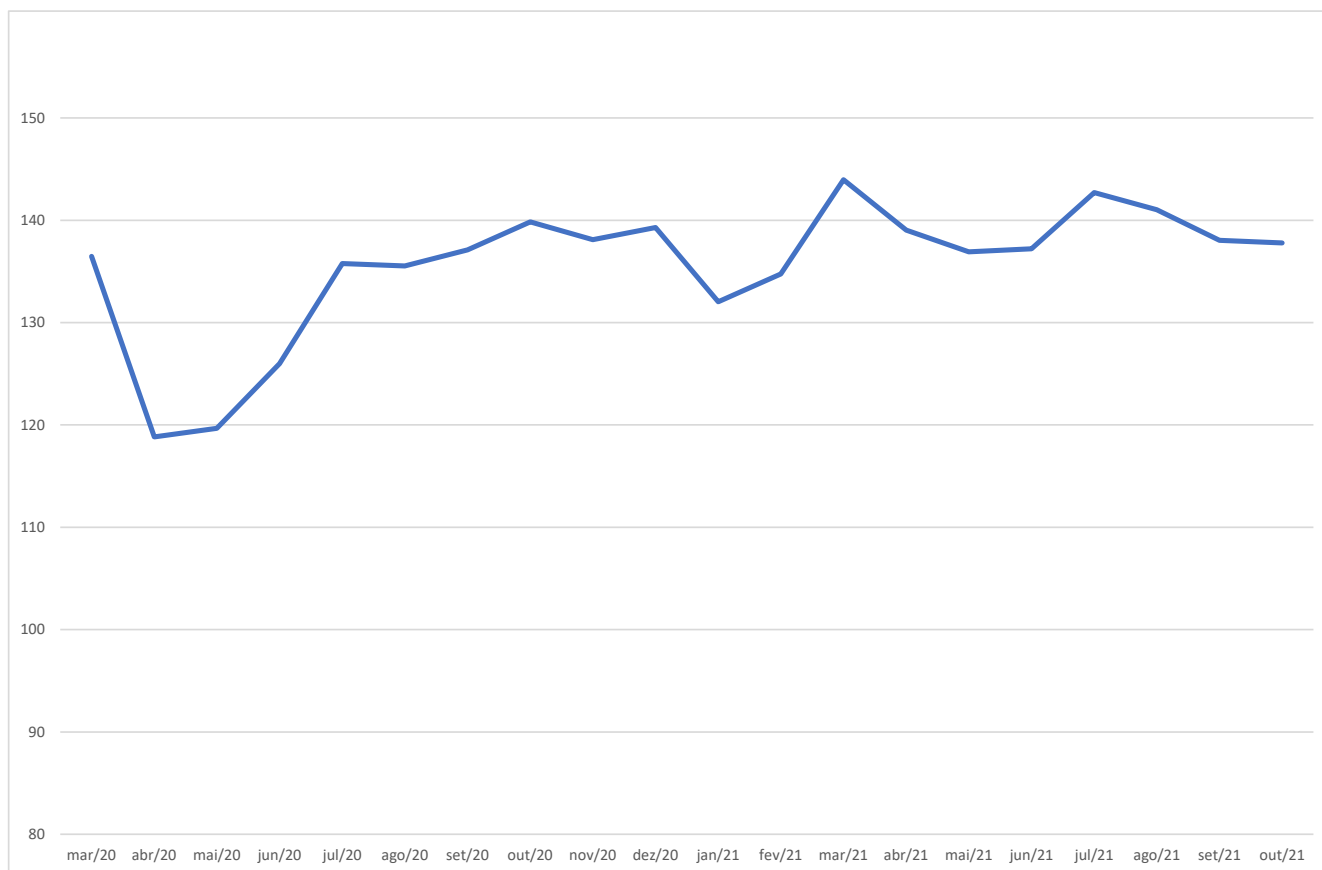
5 Ver [Investimentos públicos: 1947-2020 | Observatório de Política Fiscal \(fgv.br\)](https://www.fgv.br/observatorio-politica-fiscal/investimentos-publicos-1947-2020).

A eclosão da pandemia de covid-19 no final do primeiro trimestre de 2020 produziu uma nova contração do nível de atividade econômica no Brasil e no mundo. Para viabilizar o sustento dos trabalhadores do setor informal da economia durante o período de lockdown, o Congresso Nacional aprovou, por intermédio da EC 10/2020, a introdução de um Auxílio Emergencial de R\$ 600,00 para aproximadamente 66 milhões de pessoas. Junto com outras medidas de auxílio governamental, a despesa primária da União aumentou cerca de 7 p.p com respeito ao PIB no ano de 2020, produzindo assim um crescimento expressivo da relação dívida pública/PIB, a qual fecha o ano de 2020 em torno de 88%.

O ano de 2021 se iniciou com um retorno à política de austeridade fiscal com a revogação do estado de calamidade pública e,

por conseguinte, com o retorno ao “teto de gastos”. A equipe econômica do governo e os analistas do mercado financeiro acreditavam que a simples “normalização” do funcionamento da economia, com o afrouxamento gradual das medidas de distanciamento social permitido pelo avanço da vacinação da população contra a covid-19, faria com que a economia brasileira recuperasse o seu ímpeto de crescimento, exibindo na sequência taxas mais robustas. Essa expectativa, contudo, não foi confirmada. Os dados sobre a evolução do nível de atividade econômica, medido pelo IBC-Br, no início do segundo semestre de 2021 apontam para uma clara desaceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira, após uma recuperação relativamente rápida ocorrida entre o terceiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021 (Gráfico 2)

**Gráfico 2 - Evolução do IBC-Br (2020.03-2021.10)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.



Nesse contexto, vários economistas brasileiros têm se posicionado publicamente por uma mudança no arcabouço fiscal do Brasil, inclusive pela eliminação do “Teto de Gastos”,<sup>6</sup> como condição necessária para viabilizar um aumento do investimento público e, dessa forma, uma aceleração do crescimento da economia brasileira.

Essa tese, contudo, encontra forte resistência entre os economistas do mercado financeiro, a grande mídia e no congresso nacional. O argumento é que sem o “teto de gastos” a economia brasileira irá perder sua “âncora fiscal”, o que levará a um aumento da percepção de risco por parte do mercado financeiro e o consequente aumento do prêmio de risco (a taxa de juros) sobre os títulos da dívida pública. A elevação do custo de carregamento da dívida poderia eventualmente colocar a dívida pública numa trajetória explosiva, podendo inclusive desembocar numa hiperinflação.<sup>7</sup>

Isso posto, o grande desafio do quadro fiscal brasileiro está em desenhar um novo arcabouço de política fiscal que atenda simultaneamente dois objetivos. Em primeiro lugar, o novo arcabouço fiscal deve ser crível, ou seja, deve fazer com que os agentes econômicos não só acreditem em sua capacidade de controlar a dinâmica da dívida pública, como também acreditem em sua viabilidade política. Em segundo lugar, o novo arcabouço fiscal deve proporcionar o espaço de manobra necessário para que o governo federal consiga aumentar o investimento público nos próximos anos, revertendo a deterioração do estoque de capital público (e do capital privado corre-

lacionado a ele) em curso desde 2015.

Tendo isso em mente, o objetivo deste texto será, primeiramente, analisar a sustentabilidade da dívida pública no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será analisada a pertinência do atual arcabouço fiscal brasileiro – ou seja, de suas regras fiscais – para que se possa combinar o objetivo de sustentabilidade da dívida pública com a retomada do crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico nos curto e médio prazos possa ser eventualmente ser autofinanciável, de maneira a ser compatível com uma trajetória simultânea de redução da dívida pública como proporção do PIB.

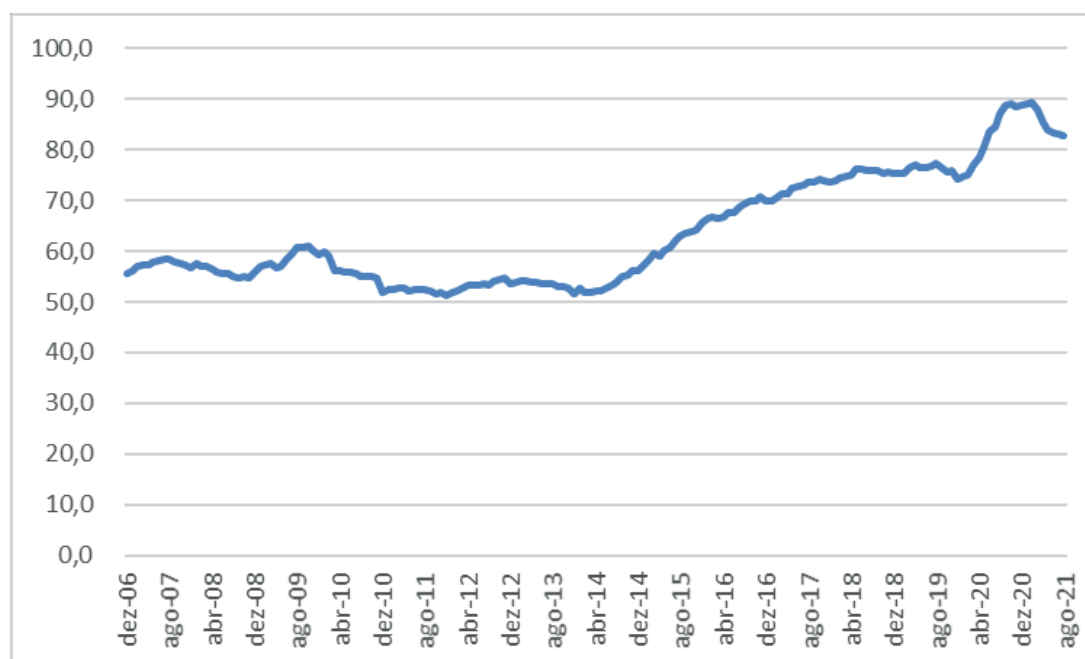
## 2. Sustentabilidade da dívida no contexto da economia brasileira

No Brasil, tem ocorrido discussões sobre política fiscal, arcabouço fiscal e sustentabilidade da dívida desde 2013, ao menos. Com a pandemia do Covid-19, essa discussão ficou ainda mais intensa, dada a deterioração fiscal causada pela queda do PIB e pelas despesas necessárias ao enfrentamento da pandemia. Em dado momento, chegou-se a cogitar que a dívida bruta passaria de 100% do PIB, o que não ocorreu por conta de um conjunto de fatores, a saber: a melhora do nível de atividade frente ao esperado, a maior inflação e a maior arrecadação.

6 Ver [380 economistas assinam manifesto pelo fim do teto de gastos - Carta Maior](#).

7 A tese de que a elevação persistente da relação dívida pública/PIB levaria, mais cedo ou mais tarde, a uma situação de hiperinflação, no caso em que a dívida é denominada na moeda doméstica, não tem comprovação empírica e escassa fundamentação teórica. Argumenta-se que se a dívida pública entrar numa trajetória explosiva isso levaria a uma fuga de capitais do país, produzindo assim uma maxidesvalorização da taxa de câmbio e, portanto, numa aceleração da inflação. Esse argumento supõe implicitamente que a dívida pública, embora denominada na moeda doméstica, é retida fundamentalmente por credores externos, do contrário a imposição de controles à saída de capitais do país por parte de residentes domésticos seria suficiente para controlar esse movimento. No caso brasileiro, mais de 90% da dívida bruta do governo geral é mantida por residentes no Brasil.

**GRÁFICO 3: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB (Dez-06 a Ago/21)**



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se verifica no Gráfico 3, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) estava próxima de 50% do PIB em 2014. Entre 2004 e 2013, o Brasil obteve um crescimento relativamente relevante do PIB, dado o ciclo virtuoso causado pelo boom de commodities, pela expansão do crédito como proporção do PIB e pela redução da pobreza no país. Isso permitiu a redução da dívida no Brasil até 2014, apesar de possuir uma das mais altas taxas de juros no mundo, algo considerado um *puzzle* por muitos (Segura-Ubiergo, 2012). O crescimento das receitas durante o período de boom das commodities e da formalização da economia, especialmente do seu mercado de trabalho, também contribuíram para esse cenário de redução da dívida.

De 2014 a 2016, houve uma combinação de eventos negativos e erros de política econômica, os quais levaram a declínios do PIB de -3,55% e -3,28% em 2015 e em 2016, respectivamente. Essa contração do PIB

pode ser explicada por uma série de fatores. Em primeiro lugar, ocorreram grandes manifestações contra o governo em 2013, na sequência da chamada “Primavera Árabe”, aumentando a percepção de incerteza entre os agentes econômicos. Também ocorreu um choque hídrico adverso, além dos efeitos secundários da operação Lava-Jato, impactando diversas empresas, incluindo a Odebrecht e a Petrobras.<sup>8</sup> Tudo isso levou a uma redução do estado de confiança dos empresários, resultando em cortes nos planos de investimento. Somase a isso a resposta incorreta de política econômica em 2015, com grande corte nos investimentos e no crédito públicos, além de um choque de juros fortíssimo com a elevação da Selic passando de 7,25% a 14,25% (Oreiro, 2017).

No entanto, cabe ressaltar que havia causas estruturais para a crise. A primeira delas é a regressão da estrutura produtiva do Brasil (Ferreira-Filho et al., 2017; Oreiro e

<sup>8</sup> A Petrobras detinha parte relevante da Formação Bruta de Capital Fixo do Brasil (cerca de 10%) até aquele momento.

D'Agostini, 2017). Em parte, isso foi resultado da sobrevalorização cambial até 2013, em conjunto com o incremento do custo de trabalho unitário. O pico de produção industrial no Brasil (em 2008) não foi ultrapassado por conta de a incapacidade das firmas nacionais acessarem a demanda externa, e nem mesmo toda a demanda interna em expansão, que vazava para o exterior (Oreiro e D'Agostini, 2017). A segunda se refere à tendência de crescimento da dívida do setor privado não-financeiro,<sup>9</sup> o que aumentou os encargos financeiros pagos ao setor financeiro, reduzindo assim a renda corrente líquida dos agentes do setor não-financeiro, levando a uma queda nos planos de consumo e/ou de investimentos.

De todo modo, com um crescimento negativo e com a alta da taxa de juros entre 2014-2016, a DBGG passa rapidamente de 50% do PIB em 2013 para 70% em 2016, como se vê no Gráfico 1. Este movimento foi visto como insustentável por grande parte dos economistas à época. Para eles, deveria haver algum mecanismo de controle das despesas públicas que cresçam sistematicamente acima do crescimento do PIB. E assim foi feito, com a aprovação de uma regra fiscal (o chamado "Teto de Gastos") que impunha um limite para as despesas primárias do governo, sendo que não poderiam crescer além da inflação do

ano imediatamente anterior por um período de até 20 anos.<sup>10</sup> Para os idealizadores e apoiadores da medida, o Teto faria com que houvesse uma disputa explícita sobre o orçamento, o que levaria a reformas em despesas obrigatórias (como a reforma da previdência) para preservar despesas discricionárias, mas importantes (como o investimento público, gastos em ciência e tecnologia, etc.). Além disso, com uma situação fiscal melhor, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, elevando o consumo e o investimento privados, restaurando o crescimento econômico – a tese da *contração fiscal expansionista*.<sup>11</sup>

A visão mais otimista sobre o Teto não se confirmou, entretanto, como veremos na próxima seção. Entre 2017 e 2019, a inflação ficou sistematicamente abaixo da meta, não obstante a queda na taxa de juros, a desvalorização cambial, déficits primários e outros choques de oferta no período (como a greve dos caminhoneiros), demonstrando que a economia realmente estava operando abaixo de sua capacidade total.

Logo, mesmo antes da pandemia, se fazia necessário algum aumento do gasto público para impulsionar o crescimento econômico. No entanto, isso não é consensual entre os economistas brasileiros, dado que parte deles acredita não ser necessário tal

9 De certa forma, algo derivado do primeiro problema estrutural. De fato, a depender da poupança do governo e a poupança externa, a poupança privada acaba caindo (exatamente o que ocorreu, dado um saldo em Conta Corrente deficitário e elevado, combinado com um déficit público não tão elevado até aquele momento).

10 O indexador do Teto de Gastos poderia ser alterado após 10 anos de vigência. Até lá, no entanto, as despesas não poderiam exceder a inflação terminada em 12 meses de junho do ano anterior.

11 A tese da **contração fiscal expansionista** é analisada por Perotti (2014). A análise dos processos de consolidação fiscal na Dinamarca (1983-1987), Irlanda (1987-1989), Finlândia (1992-1996) e Suécia (1993-1997) mostrou que: (i) a consolidação fiscal ocorrida nesses países foi menor do que o alardeado inicialmente pelo Fundo Monetário Internacional e não foram baseados em corte de despesas, mas em aumento de receitas; (ii) a consolidação fiscal nesses países foi precedida por uma desvalorização da taxa de câmbio nominal, aumentando a competitividade das exportações; (iii) a consolidação fiscal foi acompanhada por políticas de renda nas quais o governo, os sindicatos e as entidades empresariais concordaram em trocar moderação salarial por impostos e contribuições previdenciárias mais baixas, permitindo assim que a desvalorização nominal do câmbio não fosse corroída pela aceleração da inflação; e (iv) a recuperação do nível de atividade econômica que se seguiu à recessão gerada pela consolidação fiscal foi liderada pelas exportações, não pela demanda privada. Esses fatores levaram o autor a concluir que "[...] the notion of 'expansionary fiscal austerity in the short run is probably an illusion: a trade-off does seem to exist between fiscal austerity and short-run growth'" (Perotti, 2014, p.202).

impulso fiscal. Eles citam não haver espaço fiscal para expansão de despesas, e que o Teto teria de ser respeitado. Curiosamente, eles mesmos traçam uma narrativa de que a taxa de juros estaria baixa por conta da melhor condição fiscal no período (o que, aliás, contradiz o próprio argumento liberal de que não haveria qualquer espaço fiscal!), e não por conta da falta de demanda ou da baixa inflação salarial.

A despeito de narrativas, vale lembrar que contrações fiscais normalmente são contracionistas, como mostrado por Alesina et al. (2019), que alegam que cortes de despesas seriam menos contracionistas que elevações de tributos, mas ambos seriam contracionistas. Contudo, alguns estudos indicam que não há grandes diferenças entre aumentar tributos ou cortar despesas, como Wiese et al. (2018), que corrigem uma falha metodológica que assume variabilidade igual dos balanços orçamentários dos países. Obviamente, isso não significa que em situações particulares nunca se deva retrair despesas, apesar de seus efeitos contracionistas na atividade econômica.

O ponto mais relevante nessa discussão se refere a multiplicadores fiscais, que vamos explorar mais profundamente adiante. Para o grupo otimista com o Teto de Gastos, os multiplicadores são menores do que 1 para os gastos do governo. Isso se baseia em alguns estudos<sup>12</sup> que indicam que o multiplicador seria reduzido em situações de percepção de insustentabilidade da dívida pública e em momentos do ciclo econômico que o país estaria operando acima de seu potencial. Ocorre que, antes da pandemia: (i) a dívida não estava em trajetória

insustentável (Pires, 2019B), uma vez que a dinâmica da dívida, de modo simplificado, depende basicamente da taxa de juros real, do crescimento econômico e do superávit primário (além da senhoriagem), e essas variáveis apontavam para estabilização ou redução da dívida pública, inclusive no cenário-base da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2019B); (ii) não havia uma percepção de falta de controle fiscal – baseado no comportamento do Credit Default Swap (CDS) e da taxa de juros implícita dos títulos do governo que se reduziam sistematicamente; e (iii) o hiato do produto era estimado entre -4% e -7% do PIB, ou seja, com a economia operando abaixo do pleno emprego dos fatores de produção.

Sendo assim, é possível argumentar que há determinados gastos do governo que podem ter multiplicadores acima de 1, como é o caso dos investimentos públicos,<sup>13</sup> ou alguns programas sociais (como o Bolsa-Família), etc. Além disso, há estudos<sup>14</sup> em que os multiplicadores são bem maiores do que 1 quando existe um hiato do produto negativo, exatamente a situação em que a economia brasileira se encontrava por anos. Segue-se que manter uma política fiscal restritiva nessas circunstâncias não parece algo razoável. Ao contrário, uma expansão seletiva de despesas de melhor qualidade poderia reduzir o desemprego, aumentar a renda, mas também elevar a arrecadação com a aceleração do crescimento econômico. Tanto o maior crescimento quanto as receitas mais elevadas contribuiriam para uma melhor dinâmica da dívida.

De todo modo, até meados de 2019 a dívida continuou aumentando, até atingir o patamar de 77,4% do PIB. Depois disso, passa

---

12 Ilzetzki et al. (2013); Nickel e Tudyka (2013).

13 Izquierdo et al. (2019) mostram que o investimento público em países em desenvolvimento com um baixo estoque inicial de capital público (como proporção do PIB) teria valores elevados para os multiplicadores

14 Veja, por exemplo, Auerbach e Gorodnichenko (2012) ou, para o caso brasileiro, Orair et al. (2016). Engler e Tervala (2016) também mostram que multiplicadores fiscais podem ser ainda maiores na presença de histerese.

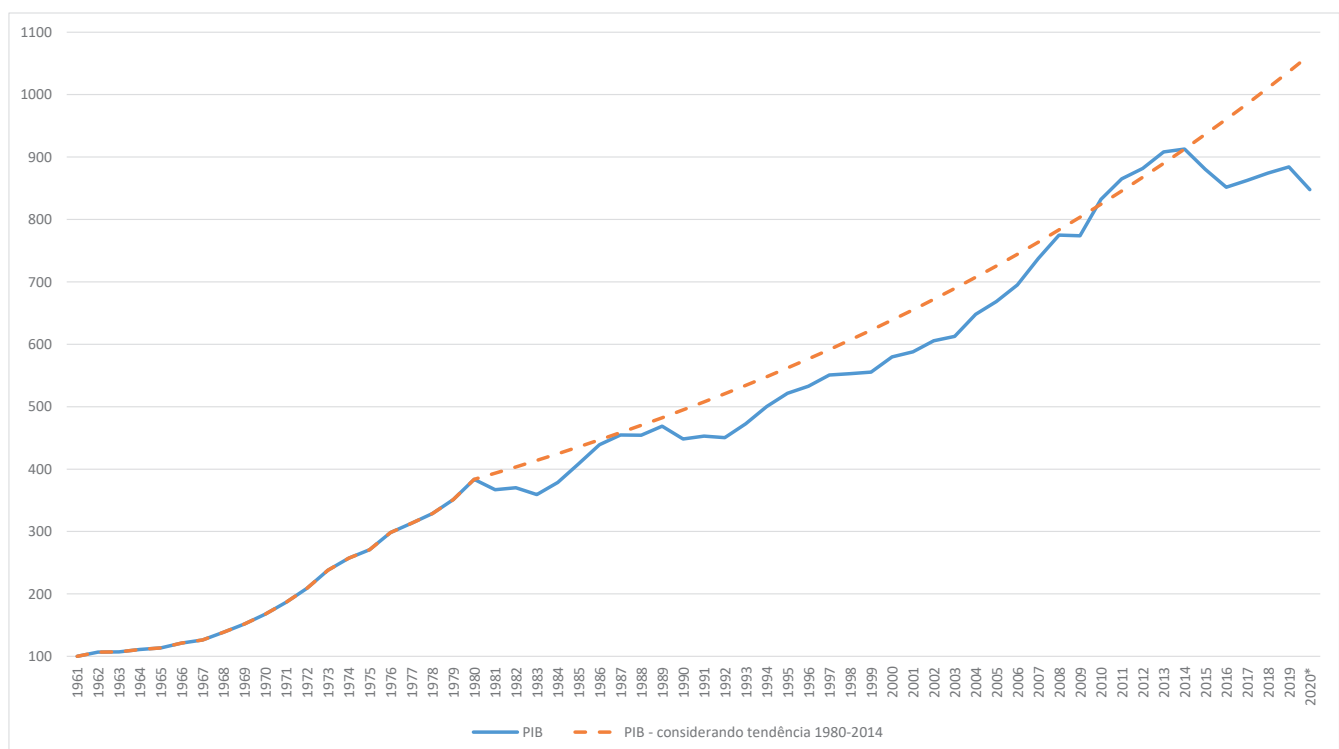


a cair, o que é logo interrompido pela crise gerada pela pandemia. Com isso, a DBGG passa a subir rapidamente, chegando ao pico de 89,1% do PIB no início de 2021. Depois disso, começa a cair novamente, chegando a 82,7% do PIB em agosto de 2021. De certo modo, a mudança da trajetória esperada da dívida pública, passando de níveis esperados acima de 100% para o final de 2021 para menos de 83% do PIB em agosto de 2021, apenas demonstra a possibilidade de se ter uma dinâmica da dívida mais favorável sem que se tenha que fazer um controle de despesas muito rigoroso. De fato, com um déficit primário de quase 10% do PIB em 2020, a queda do PIB foi menor do que o esperado, o que auxiliou no cenário prospectivo da dívida pública.

A grande questão é que a crise gerada pela pandemia ampliou a capacidade ocio-

sa da economia (a capacidade instalada da indústria estava em menos de 70% em determinado momento da pandemia, enquanto a média histórica é de 82%<sup>15</sup>), incluindo o desemprego. Isso enseja a necessidade de um *impulso fiscal* para que a economia se recupere mais rapidamente – vale lembrar, o hiato do produto era negativo já antes da pandemia. Fechar o hiato do produto é extremamente importante, dados possíveis efeitos de *histerese*, os quais podem prejudicar o crescimento econômico de médio e de longo prazos – que, por sua vez, é uma variável relevante para a dinâmica da dívida, como veremos. Em artigo recente, Cerra e Saxena (2017) apontam que recessões resultam em perdas permanentes no nível do PIB, contrariamente à ideia de que seriam apenas desvios temporários da tendência de longo prazo do PIB.

**GRÁFICO 4: Produto Interno Bruto do Brasil (1961\*-2020\*\*)**



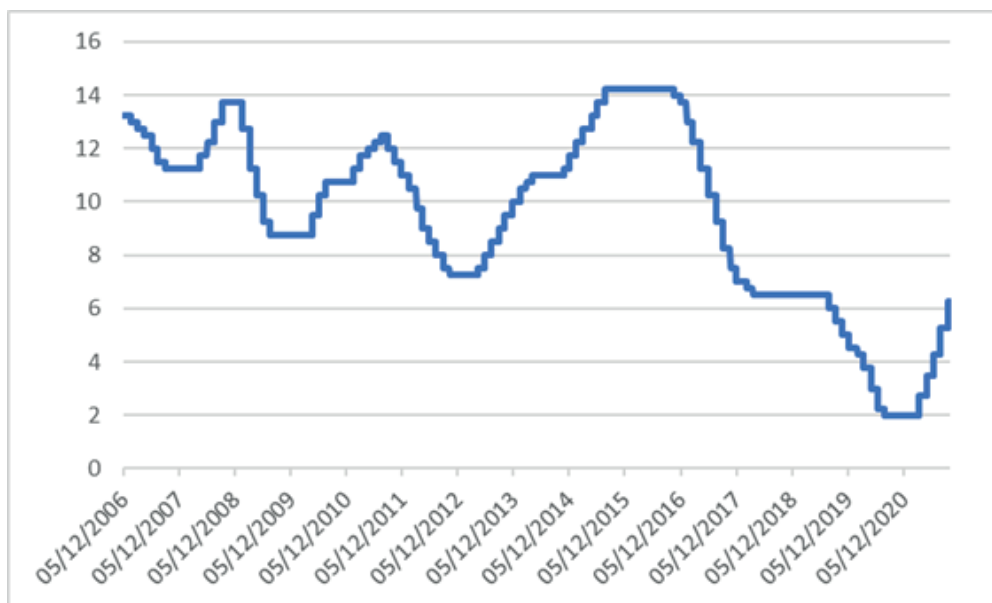
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração dos autores.  
 \*PIB de 1961 normalizado em 100. \*\* Considerando variação de -4,1% no PIB em 2020.

15 Não obstante esse nível já tenha se elevado para patamares próximos da média histórica, talvez por conta das empresas que acabaram encerrando as atividades, combinado com a retomada econômica de 2021.

Para o Brasil, como se vê no Gráfico 4, a situação se apresenta ainda pior. Quando há alguma crise, tanto o nível quanto a taxa de crescimento do PIB parecem se reduzir. Por exemplo, entre 1961 e 1980, a taxa de crescimento anual média foi de 7,3%; após uma recessão, entre 1983 e 1989, passou a 4,5% a.a.; depois de outro episódio recessivo, entre 1992 e 2014 foi de 3,2% a.a.; e após mais um período de crescimento negativo, passa a 1,2% entre 2017 e 2019. Considerando 2020, a média entre 2015 e 2020 foi de -1,2% a.a. Considerando a média de crescimento entre 1980 e 2014, período em que o crescimento não foi tão forte (2,58% a.a.), em 2020 deveríamos ter um PIB cerca de 25% maior do que o observado.

Sendo assim, o questionamento que se sucede é se o país tem condições de promover algum impulso fiscal no curto prazo, dada sua dinâmica da dívida, mesmo após o grande choque adverso causado pela pandemia. Em primeiro lugar, vale dizer que a posição fiscal relativa do Brasil frente a outros países não se alterou significativamente por conta da pandemia, uma vez que todos adotaram medidas para o enfrentamento do Covid-19, em menor ou em menor grau. Logo, a percepção de risco dos agentes econômicos não deve se alterar de forma expressiva. Em segundo lugar, as taxas de juros das economias se encontram em patamares baixos, mesmo no Brasil, quando vista historicamente.

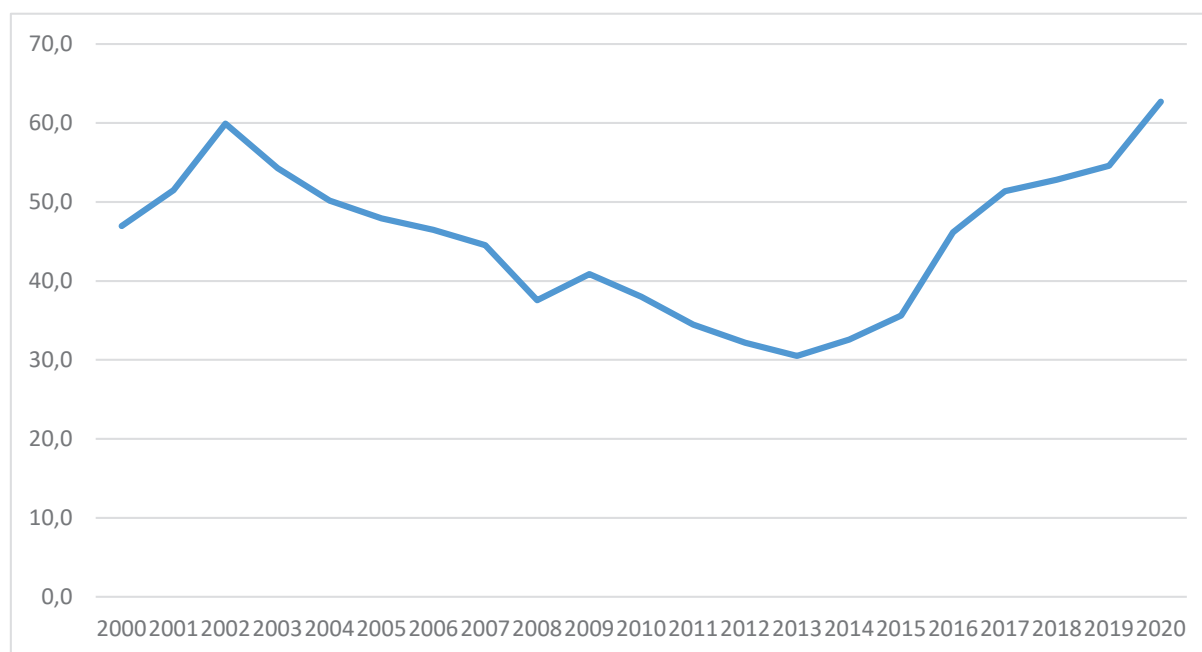
**GRÁFICO 5: Taxa de juros do Brasil (Selic), em % (Dez-06 a Out/21)**



Fo nte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se percebe no Gráfico 5, a taxa de juros Selic (nominal) chegou a patamares mínimos durante a pandemia, em 2% a.a. – o que auxiliou na redução do custo de carregamento da dívida pública e do déficit necessário naquele momento, além de incentivar o crescimento no momento de choque adverso intenso. Mais recentemente, por conta de choques internos e externos, predominantemente de oferta, a infla-

ção se elevou e também a Selic, chegando a 7,75%. No entanto, mesmo nesse patamar, a taxa de juros se encontra historicamente baixa. Segundo o relatório Focus do Banco Central, a Selic não ultrapassará os 9% até o fim de 2022, e provavelmente deve cair abaixo disso em 2023, provavelmente. De toda maneira, vale explorar melhor a dinâmica da dívida no Brasil, prospectivamente.

**GRÁFICO 6: Dívida Líquida do Setor Público, % PIB (2000 a 2020)**

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para fins de sustentabilidade da dívida, faria mais sentido observar a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), uma vez que o Brasil possui ativos os quais, em última instância, poderiam ser abatidos dos passivos em caso de necessidade.<sup>16</sup> No Gráfico 6, percebe-se trajetória similar da DBGG entre 2002 e 2013, com redução da DLSP até 2013. Depois disso, passa-se a aumentar

a DLSP, chegando ao pico em 2020 (também influenciado pelo choque adverso da pandemia), mas num valor muito próximo de 2002. De todo modo, após os grandes repasses do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os quais tinham custo fiscal, embora seu estoque não impactasse diretamente a dívida líquida, os agentes econômicos pas-

16 A Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) corresponde ao endividamento líquido (balanceamento de débitos e créditos) do Governo Federal (inclusive Previdência Social), dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao sistema financeiro público e privado, setor privado não-financeiro e resto do mundo. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central com títulos públicos. Essas operações são incluídas porque apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidos pelo conceito. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra) [Fonte: [Dívida líquida do governo geral \(% PIB\) - Conjuntos de dados - Portal de Dados Abertos do Banco Central do Brasil \(bcb.gov.br\)](https://dados.bcb.gov.br/dados/conjuntos-de-dados/diagnostico-da-dividua-lquida-do-governo-geral)]. Como podemos verificar a partir dessas definições, a DBGG inclui as operações compromissadas que nada mais são do que a utilização de títulos da dívida pública pela autoridade monetária para regular a liquidez geral da economia e assim manter a taxa de juros na meta fixada pelo Conselho de Política Monetária (COPOM). Essa inclusão, contudo, só ocorre porque a Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe o Banco Central de emitir títulos próprios para executar as operações normais de política monetária. Recentemente, o Banco Central (BC), com base na Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021, aprovou a Resolução BCB nº 129 que regulamenta o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras para fins de política monetária. Dessa forma, espera-se que em médio e longo prazos os depósitos voluntários substituam em larga medida as operações compromissadas, diminuindo assim a diferença entre a DBGG e a DLGG.

saram a considerar a DBGG para verificar a dinâmica da dívida de maneira mais explícita – considerando a política fiscal e para-fiscal. Sendo assim, neste capítulo iremos avaliar a dinâmica da DBGG.

Para tal, consideremos a equação da dinâmica da dívida bruta de forma mais geral, inicialmente:

$$d_t = -b_{p,t} + \left( \frac{1+r_{D,t-1}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{t-1} + \left( \frac{g_{Ah,t} - i_{Ah,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{h,t-1} + \left( \frac{g_{Af,t} - i_{Af,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{f,t-1} - s_t + z_{J,t} + z_{G,t} \quad (1)$$

Onde:  $d_t$  é exatamente a dívida (em % do PIB),  $b_{p,t}$  é o resultado primário (em % do PIB),  $r_{D,t-1}$  é a taxa real de juros implícita da dívida bruta,  $g_{Y,t}$  é a taxa de crescimento real do PIB,  $g_{Ah,t}$  é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda doméstica,  $i_{Ah,t-1}$  é a taxa nominal de juros de ativos em moeda doméstica,  $g_{PY,t}$  é a taxa de crescimento nominal do PIB,  $a_{h,t-1}$  é a quantidade de ativos em moeda doméstica no período anterior (em % do

PIB),  $g_{Af,t}$  é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda estrangeira,  $i_{Af,t-1}$  é a taxa nominal de juros de ativos em moeda estrangeira,  $a_{f,t-1}$  é a quantidade de ativos em moeda estrangeira no período anterior (em % do PIB),  $s_t$  é o ganho de receitas de senhoria-gem (em % do PIB),  $z_{J,t}$  é o efeito da depreciação da moeda doméstica no pagamento de juros líquidos do governo (em % do PIB),  $z_{G,t}$  é o impacto da depreciação cambial na dívida bruta (em % do PIB).

Ainda, temos que:

$$Z_{J,t} = g_{E,t} E_{t-1} (i_{Df,t-1} D_{f,t-1} - i_{Af,t-1} A_{f,t-1}) \quad (2)$$

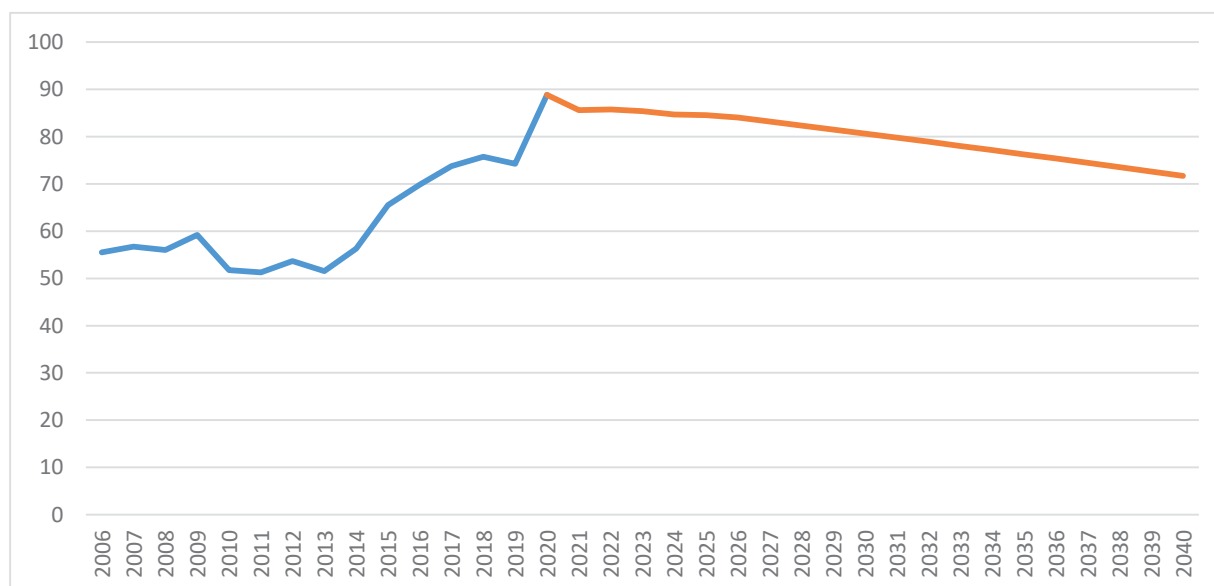
Em que  $g_{E,t}$  é a depreciação da moeda doméstica,  $E_{t-1}$  é a taxa de câmbio nominal do período anterior,  $i_{Df,t-1}$  é a taxa nominal de juros da dívida externa também do

período anterior. Vale lembrar,  $z_{J,t}$  é exatamente  $Z_{J,t}$  sobre o PIB. E, finalmente:

$$z_{G,t} = \frac{g_{E,t} E_{t-1} (g_{Af,t} a_{f,t-1} + d_{f,t-1})}{1+g_{PY,t}} \quad (3)$$

Com base nisso, é possível traçar, por exemplo, um cenário base para a dinâmica da dívida pública.



**GRÁFICO 7: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, cenário base (2006 a 2040\*)**

Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

De acordo com o Gráfico 7, pode-se verificar como a DBGG cresce até 2018, cai em 2019, mas é fortemente impactada pela crise causada pelo Covid-19. De toda forma, utilizando-se de alguns parâmetros esperados para a economia brasileira, percebe-se que a dívida não está em trajetória explosiva, mas, ao contrário, tem trajetória esperada descendente, passando de 88,8% do PIB em 2020 para 71,7% do PIB em 2040. Sobre esses parâmetros, vejamos a seguir.

O resultado primário de 2021 segue expectativa da Instituição Fiscal Independente (IFI), do Senado Federal;<sup>17</sup> de 2022 a 2024, a expectativa do relatório Focus do Banco Central; de 2025 em diante, supomos que o primário aumente aos poucos até chegar em 1% do PIB. A taxa implícita de juros da dívida bruta até 2020, sendo que de 2021 em diante, utiliza-se a expectativa Selic, normalmente muito próxima da taxa implícita, uma vez que as operações com-

promissadas e os títulos indexados à Selic compõem a maior parte da dívida bruta (BCB, 2018). A taxa de inflação medida pelo IPCA até 2020; para 2021 e 2022, utiliza-se a expectativa do Focus; de 2023 em diante, a meta definida pelo BC. O deflator do PIB é calculado pelo IBGE; de 2021 em diante, utiliza-se o IPCA adicionado de 0,6% ao ano – na hipótese de que fica acima do IPCA, como verificado usualmente. A taxa implícita de juros real é deflacionada pelo deflator do PIB. A taxa real de crescimento do PIB considera a expectativa do Focus até 2023; após isso, o crescimento seria de 2,5% a.a., valor próximo da média histórica. Os ativos em renda fixa com moeda doméstica<sup>18</sup> até 2020, sendo que a partir daí cairiam 1% a.a. Para a taxa relativa a esses títulos, supõe-se que seja similar à taxa implícita da DBGG. A taxa de crescimento do PIB nominal depende do crescimento real e do deflator. Os ativos em renda fixa com moeda estrangeira são as reservas internacionais

17 Projeções da IFI e do Focus de outubro de 2021.

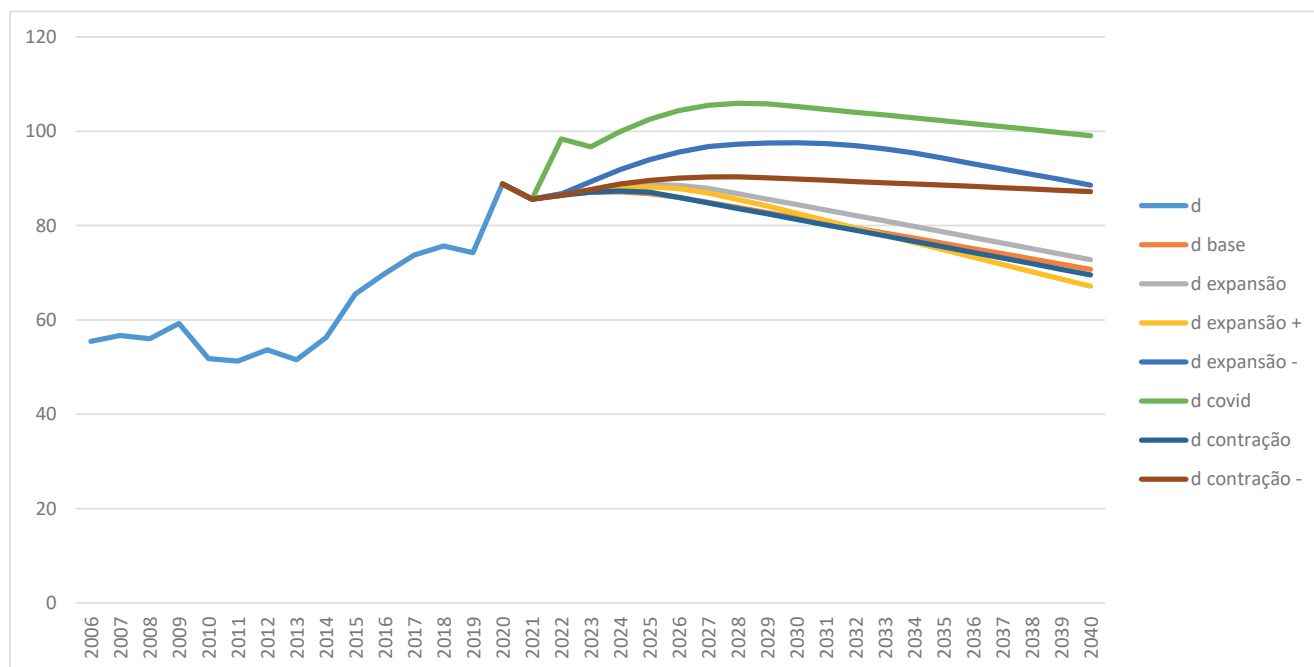
18 Recursos no BNDES; recursos em outras instituições financeiras oficiais (IFOs); recursos do FAT na rede bancária; outros.

até 2020; em 2021, supõe-se um aumento em 3% por conta da depreciação cambial, seguida por três anos de queda de 5%, por conta da possível apreciação cambial (com o câmbio chegando mais próximo de 4,50, valor relativo aos fundamentos da economia brasileira e internacional); depois disso, acréscimo de 2% a.a. por conta do diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos, tomado como referência. A taxa de juros referentes a esses títulos seria a taxa básica de juros estadunidense – sendo que a partir de 2024 subiria 0,25p.p. a cada ano, chegando a 2,5% ao final. Ainda, temos a senhoriagem, dada pela variação da Base Monetária sobre o PIB nominal (de 2021

em diante, a Base Monetária expandiria em linha com o PIB nominal, o que faria que a senhoriagem ficasse em torno de 0,32% do PIB, perto da média histórica de 0,42% do PIB entre 2007 e 2020).

Podemos considerar, dado o princípio da parcimônia, as variáveis mais relevantes para a dinâmica da dívida de longo prazo, quais sejam, o resultado primário, a taxa de juros implícita real, a taxa de crescimento do PIB real e a senhoriagem. Assim, podem ser feitos diversos cenários considerando tais variáveis (somente a senhoriagem de 2022 em diante foi dada, no valor de 0,4% do PIB, próxima da média de 2007 a 2020), o que está no Gráfico 8.

**GRÁFICO 8: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, diversos cenários (2006 a 2040\*)**



Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

Nesse contexto, há o cenário base, “d base”, já explicado anteriormente; o de expansão fiscal moderada, “d expansão”;<sup>19</sup> o de expansão fiscal maior, mas otimista, mudando o patamar de crescimento, “de expansão +”;<sup>20</sup> o de expansão fiscal moderada, mas com resultados pessimistas, “d expansão -”;<sup>21</sup> o de uma nova cepa de Covid-19 que possa ser algo próximo do que ocorreu em 2020, “d covid”;<sup>22</sup> o de uma con-

tração fiscal, com efeitos esperados pelos entusiastas da contração fiscal expansionista, “d contração”;<sup>23</sup> o de uma contração fiscal, mas com efeitos mais pessimistas, particularmente com redução estrutural da taxa de crescimento, “d contração -”;<sup>24</sup> No entanto, cada opção dessa apresenta diferentes impactos no nível de PIB da economia brasileira.

19 Foi considerado um aumento do déficit primário para -1,5% em 2023, passando a cair 0,5 p.p. a cada ano, até chegar a um superávit de 1% do PIB de 2028 em diante; também foi considerado um IPCA maior do que o inicial por conta dessa expansão, de 4% em 2023, 3,5% em 2024, 3,25% em 2025, e 3% de 2026 em diante; da mesma forma, a taxa implícita nominal cairia mais lentamente, 8%, 7,5%, 7%, 6,75% entre 2023 e 2026, sendo que de 2027 em diante ficaria em 6,5%.

20 Déficit primário de 2023 seria de -2%, passando a -1,5%, -0,75%, 0%, 0,5% e 1% até 2028, permanecendo assim até 2040; a taxa de juros implícita se reduziria mais lentamente dada a melhor recuperação, caindo 0,25 p.p. ao ano, até atingir 6,5%, partindo de 8,5% em 2022; o IPCA seria mais resiliente, partindo de 4,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 3%; a taxa de crescimento real do PIB seria de 4% e 3,5% em 2023 e 2024, depois passando ao novo normal de 3%.

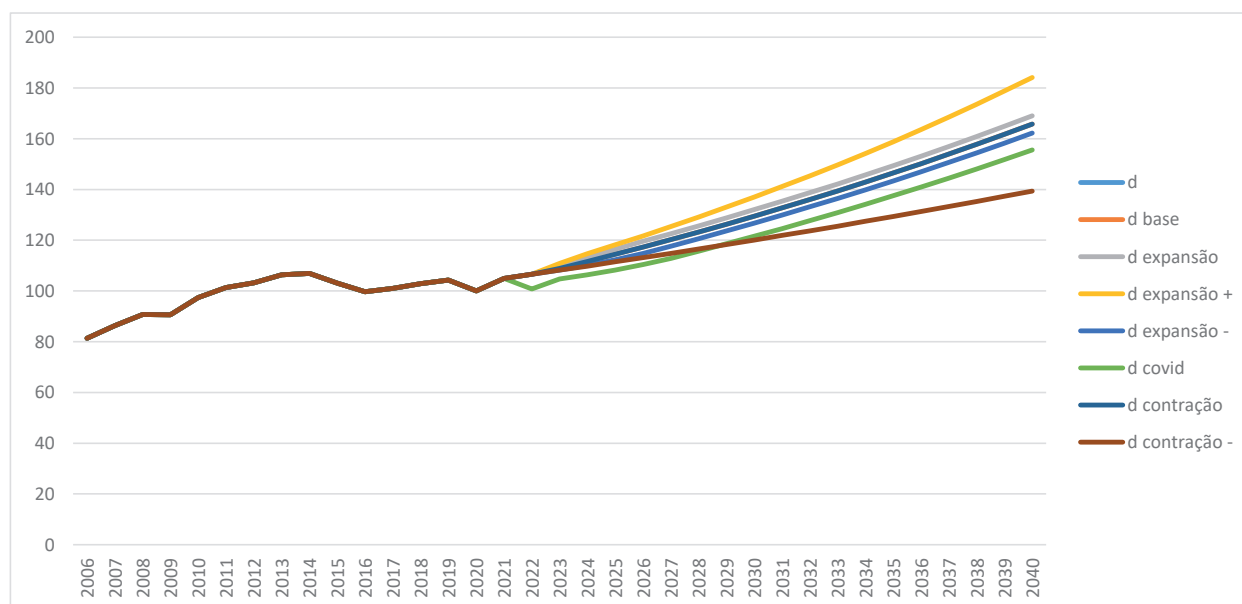
21 O mesmo cenário de primário de “d expansão”; mas IPCA seria mais resiliente, caindo de 5% em 2023 a 3% em 2027 em diante; a taxa de juros seria maior, com 9,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 6,5%; o crescimento sendo apenas de 1,5% em 2023, aumentando 0,25 p.p. ao ano até atingir o valor de 2,5% considerado o crescimento de longo prazo da economia brasileira.

22 Déficit de -10% em 2022, passando a -2,5% em 2023, descendo 0,5 p.p. ao ano até atingir 1% em 2030 em diante; taxa de juros menos no ano da pandemia, de 6%, mas passando a 9% em 2023, caindo 0,5 p.p. ao ano até atingir 7%, por conta do nível de dívida maior; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 8% em 2023, 4,5% em 2024, caindo a 3% em 2027, caindo 0,5 p.p. ao ano até lá; crescimento de -4% em 2022, de 4% em 2023, 1,5% em 2024, subindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 2,5% ao ano em 2028.

23 Primário de 2023 em -0,5%, passando a 1% já em 2026 em diante; juros passando de 8,5% em 2022 para 6,5% em 2026 em diante; IPCA de 4,5% em 2022 a 3% em 2025 em diante; crescimento de 2,2% em 2023 e 2,5% em diante.

24 Primário subindo 0,25 p.p. ao ano, partindo de 0,5% em 2023, por conta da recuperação mais lenta; taxa de juros saindo de 8,5% em 2022, passando a 8%, 7% e 6,5%, respectivamente, entre 2023 e 2025 em diante; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 4% e 3,25% em 2023 e 2024, até atingir 3% de 2025 em diante; e o crescimento se situando em 1,5%, algo semelhante ao período 2017-2019, pré-pandemia.

**GRÁFICO 9: PIB real brasileiro, em nível (2020=100),  
diversos cenários (2006 a 2040\*)**



Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

Pelo Gráfico 9, pode-se perceber que cada cenário traçado anteriormente tem repercussões distintas sobre o nível do PIB, podendo estar em cerca de 139 em 2040, frente a 100 de 2020, ou em 184 no melhor cenário. Logo, há que se levar em consideração todas as possíveis estratégias, seus possíveis custos, seus benefícios, resultados no produto e na dinâmica da dívida. O que se pode perceber é que a dívida, em nossas projeções, excetuando-se as situações de nova cepa de Covid-19, e os fracassos nas estratégias expansionista e contracionista, apresentam comportamento semelhante no longo prazo, variando entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução da DBGG no longo prazo. De toda forma, nem mesmo nos piores cenários a dívida se mostra fora de controle. Mesmo no cenário de nova cepa, a dívida passa a cair a partir de 2028, mesmo que lentamente.

Portanto, uma expansão fiscal moderada não parece incorrer em grandes riscos para a dinâmica da dívida, sendo que, no cenário otimista, pode ser até saudável para a trajetória futura da DBGG. Claramente, to-

das as estratégias possuem riscos, com a possibilidade da elevação do juro neutro da economia brasileira, por exemplo, ou da maior saída de capitais, o que poderia ensejar uma aceleração da inflação – e num cenário pessimista, podendo desencadear uma hiperinflação –, ou mesmo a elevação da taxa de juros externa, o que também implicaria em aumento da taxa de juros interna e em prejuízo para a dinâmica da dívida. No entanto, uma expansão fiscal moderada, com o alicerce de um novo arcabouço fiscal responsável e crível pode ser o melhor caminho para o país, dadas as variáveis conhecidas no momento. É exatamente disso que trata a próxima seção.

### 3. Um novo arcabouço fiscal no Brasil

Milesi-Ferretti (2003) apontam que as regras fiscais podem gerar três resultados, quais sejam: os bons, ao induzir comportamentos fiscais virtuosos; os ruins, quando impedem uma política fiscal anticíclica, dificultando a ação de estabilizadores automáticos; e os feios, como contas de fachada e contabilidade criativa. Veremos, nessa seção, que a economia brasileira tem in-



corrido justamente nos erros que causam resultados ruins e feios. Nesse contexto, será apresentada uma alternativa ao arcabouço fiscal vigente no país em 2021.

Entre 2000 e 2016, havia basicamente duas regras fiscais relativas ao orçamento federal do governo. A primeira é a Regra de Ouro, originada em 1988 com a nova Constituição, que proíbe, em seu artigo 167, capítulo III:

*“III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.”*

Em outras palavras, diz que o governo somente pode fazer dívida para financiar seus investimentos e/ou rolar dívidas passadas. Em tese, é uma regra razoável na qual somente poderia se produzir nova dívida para o benefício de gerações futuras. Entretanto, a versão brasileira da **Regra de Ouro** tem algumas idiossincrasias, principalmente relacionadas à definição de despesas de capital – mas também referentes a receitas financeiras. Mais especificamente, despesa de capital inclui investimentos, inversões financeiras e amortizações da dívida pública. Ademais, existe uma gama extensa de receitas financeiras do governo explicada por outras peculiaridades do arcabouço fiscal brasileiro (STN, 2019). Sob algumas circunstâncias, mesmo cumprindo com a Regra de Ouro, é possível uma combinação de elevação da dívida pública e redução do investimento com um volume grande de operações de crédito legais.

Já em outros países, a Regra de Ouro, em linha com a definição clássica na literatura de finanças públicas internacionais,

as despesas correntes deveriam ser controladas para que o investimento público pudesse crescer (Oreiro e Silva, 2020). Ou seja, a poupança do setor público, excluindo investimento, deveria ser positiva para que o investimento pudesse crescer – beneficiando gerações futuras. O problema é que, caso adotássemos a definição clássica, a Regra de Ouro foi cumprida, no Brasil, apenas em duas ocasiões em 22 anos no período 1995-2016, mais precisamente em 2002 e em 2008 (Pires, 2019). Contudo, mesmo nesses anos, a Regra de Ouro brasileira não foi bem sucedida na estabilização da dívida pública, como vimos anteriormente.

Ainda, em 2020, por exemplo, antes da crise causada pelo Covid-19, havia previsão de déficit nominal de 5,5% do PIB, com investimento público de apenas 0,3% do PIB. Essa diferença de 5,2% do PIB, retirada a parte referente à rolagem da dívida, deveria ser subtraída das despesas. Isso é algo impraticável, em termos econômicos, sociais e políticos, no curto e no médio prazos. Além disso, a Regra de Ouro deveria privilegiar investimentos para beneficiar gerações futuras. No entanto, para isso, no exemplo anterior, deveriam ser cortados gastos em despesas correntes, como em ciência, tecnologia e inovação, em educação, em proteção social, que também beneficiam gerações futuras. Tomando todos os pontos acima, a Regra de Ouro no Brasil deveria ser abandonada, tal como feito no Reino Unido, Alemanha e outros países, particularmente após a crise financeira de 2007-2008 (Lledó et al., 2017).

A segunda regra fiscal no Brasil é a **Lei de Responsabilidade Fiscal** (LRF),<sup>25</sup> estabelecida no ano 2000. Anualmente, a Lei Orçamentária fixa uma meta de resultado primário, ou seja, o resultado da subtração de

25 Existem ainda outros limites impostos pela lei, como limite de gastos com pessoal em relação à Receita Corrente Líquida; existem também limites para estados e municípios; limites também para dívida e custo da dívida para os entes subnacionais; e outros detalhes, particularmente para estados e municípios.

receitas esperadas e despesas autorizadas, excluindo pagamentos de juros e amortizações da dívida pública. A ideia é produzir um superávit primário que faria a dinâmica da dívida pública ser mais sustentável no longo prazo. Apesar dos avanços alcançados pela LRF, existem algumas questões problemáticas. As receitas são baseadas em projeções sustentadas em determinadas hipóteses, como o crescimento esperado do PIB. Assim, se a economia estiver crescendo acima do esperado, as despesas podem aumentar, mesmo se a economia já estiver com crescimento acelerado – por vezes, com hiato do produto positivo. Ao contrário, se o crescimento estiver abaixo do esperado, as receitas devem crescer e/ou as despesas devem cair. No entanto, aumentar receitas no curto prazo costuma ser difícil, o que faz com que normalmente a maior parte do ajuste seja feito pelo lado das despesas, em geral investimentos públicos, mesmo se a economia estiver declinando – ou abaixo de seu potencial. Em suma, a política fiscal acaba atuando de forma pró-cíclica, reforçando expansões e contrações do PIB, a depender das circunstâncias.

Então, a solução ideal para esse problema é tornar a meta de resultado primário ajustada ao ciclo de atividade econômica. Quando o produto efetivo estiver acima do potencial, o primário deveria ser mais robusto; enquanto, no caso contrário, quando o PIB estiver abaixo de seu potencial, o primário deveria ser menor. Isso seria um atenuante ao problema, uma vez que é difícil e controverso o cálculo do PIB potencial, dado que se trata de uma variável não observável. Para amenizar esse problema, seria interessante considerar a média do cálculo do PIB potencial feito por diversas instituições como o Banco Central, a Instituição Fiscal Independente e o IPEA.

Mais recentemente, porém, foi instituída uma nova regra fiscal, em 2016. Ao longo dos anos de 2015 e 2016 foi sendo cons-

truído um consenso entre os economistas convencionais, a grande mídia e a maioria dos membros do Congresso Nacional a respeito da necessidade de introdução de um teto de gastos na Constituição Federal. Esse mecanismo, introduzido pela **Emenda Constitucional nº 95** (EC 95), prevê o congelamento do gasto primário real da União, por um período de até 20 anos, a partir de sua promulgação em 2016 – podendo ser revisto em 2026. É curioso observar que as despesas primárias entre 2011-2014 variaram em níveis inferiores do que o observado em governos anteriores. Além disso, o biênio 2015-16 caracterizou-se não pela suposta “gastança” do governo, mas pelo mergulho recessivo da economia e, consequentemente, das receitas primárias, juntamente com o aumento das despesas financeiras de juros já em meio à “austeridade”.

De todo modo, defensores do teto afirmam, desde sua implementação, que ele explicitaria as disputas pelo orçamento, tornando possíveis reformas em gastos obrigatórios (tal qual a reforma da previdência, aprovada em 2019) para, assim, preservar os gastos discricionários (entre eles, os investimentos públicos). Ademais, com o controle das contas públicas, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, abrindo espaço para que o investimento e o consumo privados liderassem a retomada do crescimento econômico. Com o maior crescimento econômico esperado, combinado com a contenção das despesas públicas, haveria uma redução da despesa primária como proporção do PIB, recuperando o superávit primário estrutural do setor público e reduzindo o seu endividamento, o qual havia aumentado quase 20 p.p do PIB no período 2014-2016.

Mas essas expectativas não foram confirmadas. Como antecipado por Ferreira-Filho e Fraga (2016), baseado na experiência de outros países emergentes com limites de expansão de despesas governa-

mentais, os investimentos foram cortados drasticamente – o investimento de 2021 (19 bilhões de reais) é o menor nível da série histórica. E não somente os investimentos foram prejudicados, mas outros componentes do orçamento, como ciência, tecnologia e inovação, dentre outros. O Teto brasileiro tinha outros problemas, como a longa duração, comparada a outros países com regras similares (Cordes et al., 2015). Ademais, ignora-se o fato de que a população idosa está crescendo no país, o que torna mais importante o gasto com saúde, e com o Teto, esses gastos em termos per capita estão caindo, dada a evolução da população da ordem de 0,8% a.a. (Oreiro, 2016). Num país com notórias deficiências nas áreas de saúde, educação, saneamento, moradia e segurança, não seria sensato perseguir essa redução. Vale dizer, essa regra também implica na impossibilidade de realizar uma política fiscal anticíclica.

Além disso, ao contrário do esperado por esses apoiadores do Teto, a recuperação da economia foi bastante tímida entre 2017 e 2019, com uma taxa de crescimento basicamente de 1% a.a. (1,3%, 1,3%, 1,1%, respectivamente). Inclusive, ao final de 2019, o PIB brasileiro não tinha alcançado ainda o PIB de 2013, para não falar do PIB per capita.

Outro fator não esperado era um processo desinflacionário tão rápido, tamanha a queda do PIB e a elevação do desemprego. De fato, a inflação passou de 10,67% em 2015 a 6,29% em 2016; e, posteriormente, a 2,95% em 2017. Portanto, a ideia inicial de contenção de certas despesas (como as despesas com funcionalismo que, em sua maioria, não obtiveram correções nem superiores à inflação desde 2015; dentre outras), para que fossem corroídas rapidamente pela inflação e dessem espaço para outras despesas, tampouco se concretizou.

Vale dizer, a maior parte das despesas primárias da União são gastos com previdência social e com os salários dos servidores públicos. A folha de salários dos servidores públicos da União, incluindo civis, militares e inativos, tem oscilado em torno de 4% do PIB nos últimos 20 anos, não é explosiva e tampouco pode ser reduzida abruptamente ao sabor do ciclo político sem ferir a Constituição e desorganizar a prestação de serviços à população. Adicionalmente, os gastos com a previdência social, que representam quase 60% das despesas primárias da União, têm um crescimento médio de 3,5% a.a. em termos reais (mesmo com a reforma da previdência recentemente aprovada). Dessa forma, os outros 40% das despesas primárias têm de cair cerca de 5% a.a. em termos reais para que o teto seja cumprido. Nesse contexto, as variáveis de ajuste de curto prazo foram e serão cada vez mais as políticas sociais de educação, saúde e assistência e os investimentos da União, notadamente os investimentos em infraestrutura, necessários para aumentar a produtividade média da economia brasileira e a competitividade das empresas brasileiras nos mercados doméstico e internacional.

Finalmente, a forma e a magnitude em que o teto de gastos foi instituído não tem paralelos no mundo, conforme se vê abaixo.

**Tabela 1 – Regras adotadas para limitar o crescimento de despesas públicas**

PAÍSES	BASE INSTITUCIONAL	RESUMO DA REGRA
Alemanha	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias limitadas ao crescimento real receitas primárias (1982-2009)
Argentina	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB; se houver queda, pode-se manter o nível de despesas primárias (2000-2008)
Austrália	Legal	Crescimento real despesas primárias de 2% ao ano; flexibilizada se crescimento maior que potencial e superávit primário for maior do que 1% do PIB
Bélgica	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias de 0% (1993-98); queda de 2,5 pp despesas primárias
Bulgária	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Colômbia	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido
Croácia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB; pode-se ter mais despesas se houver compensação
Dinamarca	Constitucional	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Espanha	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento de médio prazo; foram excluídas despesas com seguro-desemprego do teto
Finlândia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas a um nível de despesas primárias/PIB definido a cada 4 anos
França	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Geórgia	Legal	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB
Granada	Legal	Crescimento real despesas primárias até 2% a.a.
Holanda	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido para 4 anos. Desde 2009-10, foram excluídas do teto seguro-desemprego e assistência social
Hungria	Legal	Crescimento real despesas primárias com teto no biênio 2010-11
Islândia	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias até 2%, mas foi descumprido no período de vigência (2004-08)
Israel	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; já foi de 1,7%, 3%, atualmente: média de 3 anos crescimento populacional + 50/(dívida/PIB em pp)
Japão	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido (2006-12); abandonado de 2013 em diante
Kosovo	Compromisso político	Crescimento real despesas correntes inferior a 0,5% a.a. (2006-08); desde 2009 apenas para municípios
Latvia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Lituânia	Constitucional	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento dos últimos 5 anos do PIB (em média) + 0,5% (desde 2008; constitucional a partir de 2015)



Luxemburgo	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento compatível com projeções de médio prazo do PIB definidos a cada legislatura
México	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido, desde 2013
Mongólia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento do PIB (retirando o componente de mineração)
Namíbia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB em 30%
Paraguai	Legal	Crescimento real despesas primárias até 4% a.a.
Perú	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a 2% a.a. (2000-02); 3% (2003-08); 4% (2009). Com cláusula de escape se houver baixo crescimento do PIB
Polônia	Legal	Crescimento real despesas primárias até 1% a.a. (2011-2015), em 2016 foi flexibilizado esse limite
Romênia	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB médio de 3 anos (2010-12)
Rússia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; regra dura até atingir 7% do PIB num fundo de recursos de petróleo
Suécia	Legal	Crescimento nominal despesas definido de acordo com teto definido para 3 anos

**Fonte:** Fundo Monetário Internacional (FMI) - Fiscal Rules at a Glance (2017). Elaboração dos autores.

Como se verifica pela Tabela 1, poucos países colocaram regras que limitam a despesa pública em sua Constituição – basicamente Dinamarca e Lituânia, o primeiro com teto flexível a ser definido a cada 4 anos, e o último com crescimento real positivo das despesas. Nenhum país delimitou crescimento real das despesas em 0% por tanto tempo conforme a regra brasileira do teto de gastos pretende.

Diante de tudo isso, segue-se que o teto de gastos, da forma como está, não é sustentável, algo admitido até por antigos defensores do mesmo: *“desde o início que o teto não foi feito para durar dez anos, (...) trouxe regras muito draconianas, mas, o mesmo texto, não vai conseguir resistir por mais muitos anos”* (Infomoney, 2020). De fato, a IFI apontou que uma mudança no teto de gastos seria inevitável em 2022 (Couri, 2020), o que não ocorreu por conta da aceleração inflacionária no Brasil em 2021. Mas em algum momento, mesmo com cortes nos investimentos, será difícil

cumprir com o teto de gastos (IFI, 2020). Portanto, o teto de gastos tem de ser alterado para algo mais crível e que indique o equilíbrio fiscal de longo prazo. De preferência, que seja uma mudança estruturada e organizada, com despesas de mais qualidade sendo priorizadas.

Para tal, o teto de gastos deve permitir alguma variação real positiva, definida para o período de 4 anos, e devem ser criados subtetos para algumas categorias despesas públicas, quais sejam, (i) Benefícios previdenciários; (ii) Pessoal e encargos sociais; (iii) Restante das obrigatórias – todas as despesas obrigatórias, excetuando-se (i) e (ii); (iv) Investimento; (v) Demais discricionárias – todas as despesas discricionárias, excetuando-se Investimento. Com base nisso, é possível fazer um controle maior sobre (i), (ii) e (iii), com um crescimento real menor do que o (iv) Investimento, com a finalidade de permitir a aceleração do crescimento econômico (uma das variáveis fundamentais para a dinâmica da

dívida pública). Algo similar, defendido por Giambiagi e Tinoco (2019), com diferenças na variação anual e nos subtotos considerados.

Então, a ideia é que haja um novo Teto de Gastos,<sup>26</sup> com variação anual positiva (em termos reais) das despesas federais. Em primeiro lugar, poderia ser revisado mais frequentemente, em linha com outras experiências internacionais, e poderiam ser incluídas no Plano Plurianual (PPA).<sup>27</sup> Assim, a cada quatro anos as condições da economia poderiam ser revisitadas para a definição da variação do teto de gastos. Em proposta recente, esse teto poderia ser adotado retroativamente para 2020-2023, o que liberaria espaço fiscal para investimentos no curto prazo, algo importante para incentivar a economia em 2022 ou em 2023 (Ferreira-Filho e Oreiro, 2020). Além disso, não foi excluído do teto geral nenhuma despesa, sendo que isso poderia fazer com que o gasto controlado perca relação com a evolução da dívida.<sup>28</sup>

Com uma série de condições<sup>29, 30</sup> Ferreira-

-Filho e Oreiro (2020) traçam um possível desenho desse novo teto de gastos, o que permitiria o avanço dos investimentos para cerca de 2% do PIB já em 2023. Isso seria ainda mais importante dado o hiato de produto negativo da economia brasileira, quando a política fiscal se torna relevante, como aponta Krugman (2020)<sup>31</sup> e outros. Esses resultados poderiam ser alcançados sem prejuízo para a sustentabilidade da dívida, dado o diferencial da taxa de crescimento e da taxa de juros que pode auxiliar em sua dinâmica, como analisado por Domar (1944) – além do avanço do resultado primário, notadamente com a recuperação do crescimento.

Há outros economistas que defendem a adoção de outras regras fiscais, como regras de limite de dívida. Ayuso-i-Casals (2012) resume alguns dos problemas desse tipo de regra: determinadas ações do gerenciamento fiscal podem chegar tarde para controlar a dinâmica da dívida; elas tendem a ser pró-cíclicas; elas são voláteis por vezes (por conta da taxa de juros, taxa de câmbio, composição da dívida, etc.); e,

---

26 Aqui cabe um esclarecimento importante. Embora os autores deste capítulo sejam contrários a existência do teto de gastos, tendo inclusive assinado um manifesto público pedindo a sua extinção; não acreditamos ser viável do ponto de vista do debate público defender de forma exitosa a sua eliminação. O Teto de Gastos se tornou, por assim dizer, uma convenção social profundamente arraigada nas mentes dos políticos e dos agentes do mercado financeiro. Dessa forma, a estratégia mais inteligente é defender um “aperfeiçoamento” do Teto, de tal forma a dar mais flexibilidade à condução da política fiscal sem, contudo, abandoná-lo completamente.

27 PPA é um plano de quatro anos para o médio prazo que estabelece diretrizes, objetivos e metas para o governo em seus níveis, seja o governo central, seja o governo subnacional (estados e municípios).

28 Alguns países excluem de seus tetos de gastos as despesas que são mais difíceis de se prever ou se controlar, como seguro-desemprego, ou outro benefício para medidas anticíclicas. Isso poderia fazer sentido, se não formar uma parte relevante do orçamento federal.

29 Por simplicidade, adotou-se variação de 4% a.a. para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Mas, vai ser necessária melhor verificação dos impactos da recente introdução dos fundos privados para os servidores públicos, tal como o percentual que ingressou no fundo, e o impacto do aumento do pessoal ativo no pessoal inativo que manteve a paridade e integralidade.

30 Por simplicidade, adotou-se uma elevação anual de 0,8% para 53,5% dos ativos, 4% para o restante inativo, totalizando 2,3% para todos.

31 Apoiam um programa de estímulo permanente, através do investimento público. Nem sempre isso vai se pagar completamente (caso os juros subam como resultado do estímulo, por exemplo), mas ao menos em parte se pagaria. Ademais, investimentos em ciência, tecnologia, inovação, infraestrutura, saneamento, etc., tendem a elevar a produtividade de longo prazo da economia, e o crescimento econômico, auxiliando na questão da dívida. Algumas despesas também evitam ou reduzem outras despesas, como é o caso do saneamento, em que reduz gastos com saúde pública decorrentes de problemas sanitários. Ver também DeLong e Summers (2012)

finalmente, não garantem a estabilidade da dívida – dependendo de outras regras fiscais complementares para tornar esse limite de dívida factível, como regras de resultado primário ou de limites de despesa.

Em resumo, nesse novo arcabouço fiscal, haveria o Novo Teto de Gastos e a Regra de Resultado Primário ajustado ao ciclo, sendo que a Regra de Ouro seria extinta. Seria um arcabouço que contribuiria para medidas anticíclicas da política fiscal, e impediria também de se utilizar o limite do teto de gastos de forma desnecessária, caso o PIB estiver acima do potencial. A regra de resultado primário também controlaria a gestão de receitas, evitando comportamentos irresponsáveis de renúncias tributárias.

Por fim, vale dizer, caso se entenda que seria saudável alguma redução da dívida pública de forma mais acelerada, poderia ser estabelecida alguma elevação de tributos. Neste caso, a reforma tributária que tem sido debatida para fins de simplificação do sistema tributário brasileiro poderia se aliar a outra no sentido de dar maior progressividade a esse mesmo sistema. Para essa finalidade, poderiam ser instituídos tributos sobre dividendos, novas alíquotas de Imposto de Renda para vencimentos mais elevados, uma harmonização de regras para todos que tiverem o mesmo nível de renda (mesmo como Pessoa Jurídica). Além disso, para o resultado primário do setor público consolidado, poderiam ser mais bem regulamentados e aproveitados tributos como o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), o Imposto sobre Propriedade Territorial Rural (ITR), o Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) – com a cobrança para todos os tipos de veículos automotores, não somente carros – e a possibilidade de expansão da alíquota do tributo sobre heranças, por exemplo, de 8% para 16%.

Vale lembrar, também é importante aumentar as receitas evitando fraudes ou tributos não recolhidos. Sarin e Summers

(2019) estimam em ao menos 70% do hia-to tributário (o que foi arrecadado ou que deveria ser efetivamente arrecadado) viria de não pagamento de tributos devidos pelo 1% de maior renda nos Estado Unidos. Podemos esperar algo próximo disso no Brasil, ou até pior, dado nosso regime tributário regressivo. Outra iniciativa válida seria institucionalizar o Conselho Fiscal, previsto na LRF, mas nunca regulamentado. Isto faria com que a condução mal feita da política fiscal fosse politicamente mais custosa.

#### **4. A eficácia da política fiscal e os multiplicadores fiscais**

Os efeitos prolongados da crise financeira internacional de 2008 sobre as economias dos países desenvolvidos, notadamente na área do Euro, tem levado os economistas a reavaliar a função da política fiscal na administração da demanda agregada. O assim chamado “novo consenso macroeconômico”, emergido durante os anos 1990, previa que a administração da demanda agregada (e da taxa de inflação) seria papel exclusivo da política monetária, cabendo à política fiscal o papel de garantir a estabilidade da relação dívida pública/PIB no médio-prazo (Arestis, 2009). De forma consistente com o “novo consenso”, os Bancos Centrais dos países desenvolvidos reduziram as taxas de juros de curto-prazo até o assim chamado “zero-lower-bound” (ZLB, doravante), ou seja, para o nível de 0% a.a em termos nominais na tentativa de restaurar o ritmo de crescimento econômico anterior a crise financeira internacional.

A elevação da relação dívida pública/PIB nos países desenvolvidos após a crise de 2008 fez com que, no início da década passada, a necessidade de realização de uma “consolidação fiscal”, com o intuito de reduzir o endividamento do setor público, fosse novamente posta no centro do debate público. O impulso fiscal relativamente moderado, adotado pelos países desenvolvidos no período 2009-2011, foi rapidamente

seguido por medidas de *austeridade fiscal* as quais terminaram por retardar o ritmo de recuperação da atividade econômica. Diante da rigidez da política fiscal, a política monetária ficou sobrecarregada, levando os Bancos Centrais a adotarem políticas monetárias não-convencionais – o assim chamado *quantitative easing* – na tentativa de estimular o crescimento econômico. A combinação entre política monetária extremamente expansionista e política fiscal contracionista resultou num arranjo de crescimento baixo, taxas de juros extremamente baixas e inflação igualmente baixa, configurando uma situação de “estagnação secular” (Summers, 2020).

Nesse contexto, o debate sobre a eficácia da política fiscal como instrumento de estabilização macroeconômica foi retomado nos países desenvolvidos (Auerbach, 2019, p.81). A questão central no debate se referia à possibilidade de compatibilizar o uso da política fiscal para estimular o nível de atividade econômica com a estabilidade da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo, dada a redução do espaço fiscal na maioria dos países desenvolvidos após a ocorrência da crise financeira de 2008. Essa questão foi abordada inicialmente por DeLong e Summers (2012), que argumentaram que numa situação em que a economia opera no ZLB e possui grande capacidade ociosa, uma expansão fiscal pode se autofinanciar, ou seja, seria compatível com a estabilidade ou até mesmo com a redução da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo.

Um parâmetro fundamental para a obtenção de uma expansão fiscal autofinanciável é o valor do multiplicador dos gastos do governo. Quanto maior o valor do multiplicador, maior será o acréscimo do produto resultante da expansão fiscal e, por conseguinte, maior será o aumento subsequente da arrecadação tributária, fazendo com que o déficit fiscal tenha uma menor expansão. Dessa maneira, é possível que o aumento

da atividade econômica seja maior do que o aumento da dívida pública, levando a uma redução da relação dívida pública/PIB.

Uma resenha da literatura internacional sobre os valores dos multiplicadores fiscais se encontra em Auerbach (2019). Um resultado importante obtido pelos estudos empíricos sobre o tema é que o valor do multiplicador dos gastos do governo é maior durante as recessões do que nos momentos em que o nível de atividade se encontra próximo ou acima do potencial. Em particular, Auerbach e Goronichenko (2012) encontram multiplicadores fiscais no intervalo entre 1 a 1,5 durante as recessões, e de apenas 0,5 durante as fases de expansão cíclica.

Outra questão que aparece no debate sobre os multiplicadores fiscais é avaliar se o valor deles é afetado ou não pelo nível de endividamento de um país. Aqui existem dois resultados possíveis. O primeiro é que um elevado nível de endividamento do governo poderia influenciar menos o valor do multiplicador durante a fase de expansão cíclica do que durante uma recessão, quando os mercados financeiros têm uma preocupação maior com a possibilidade de uma expansão fiscal causar uma crise financeira. O segundo resultado é que um valor mais elevado para os multiplicadores fiscais durante as recessões do que durante as fases de expansão pode levar os mercados financeiros a ter uma atitude mais tolerante com as expansões fiscais em períodos recessivos, reduzindo assim a taxa de juros requerida para a colocação de títulos do governo no mercado.

Essa questão foi abordada por Auerbach e Gorodnichenko (2017) por intermédio da estimação da relação entre a razão dívida pública/PIB e choques fiscais nos países da OCDE. As estimativas obtidas mostram que a relação dívida pública/PIB se reduz em resposta a uma expansão fiscal quando as economias se encontram em recessão. Esse resultado também é compatível com



a observação de que o risco percebido de crise fiscal, medido pelos spreads de *Credit Default Swap* sobre a dívida pública se reduzem de forma simultânea à expansão fiscal (Auerbach, 2019, p.92).

A análise da magnitude dos multiplicadores fiscais no Brasil foi feita recentemente por Resende e Pires (2021). Ao contrário da literatura internacional, cujo foco é no valor agregado do multiplicador fiscal e na dependência do mesmo com respeito ao estado do ciclo econômico e o nível do endividamento público, Resende e Pires (2020) desenvolvem uma metodologia de cálculo para o valor do multiplicador dos diferentes componentes da despesa primária da União, a saber: transferências de renda às famílias, despesas com folha de pessoal, investimentos e outras despesas. O período analisado é do primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2018. Os multiplicadores fiscais são construídos a partir de vetores autorregressivos (VAR). Os autores também calculam diferentes multiplicadores a depender do horizonte temporal envolvido. Dessa forma, são calculados os multiplicadores de impacto (resposta contemporânea do produto a uma variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), de horizonte  $n$  (resposta do produto no período  $t+n$  a uma variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), de pico (maior resposta do produto a variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), cumulativo (resposta acumulada do produto até o período  $n$  face variação do instrumento fiscal no período  $t$ ) e cumulativo a valor presente (resposta acumulada do produto até o período  $n$  face variação do instrumento fiscal no período  $t$  trazida a valor presente com a taxa de juros bruta de estado estacionário).

Os resultados obtidos mostram que: (i) o investimento público tem o maior multiplicador de impacto (2,73) entre todas as categorias de gasto público; (ii) o multiplicador de impacto das transferências de renda às famílias é relativamente baixo

(0,723) mas converge para um valor próximo ao do investimento num horizonte de 16 trimestres; (iii) o multiplicador cumulativo das transferências de renda às famílias é superior ao multiplicador do investimento público para horizontes de tempo de 4, 8, 12 e 16 trimestres; e (iv) os multiplicadores de impacto, de horizonte e cumulativo das “outras despesas” é nulo ou negligenciável.

Uma implicação importante dos resultados de Resende e Pires (2021) é que a eficácia da expansão fiscal depende, de maneira crucial, da composição dela. Dessa forma, uma expansão fiscal baseada no aumento do investimento público e das transferências de renda às famílias possui um efeito multiplicador agregado muito maior do que uma expansão fiscal baseada, por exemplo, em aumentos dos salários dos servidores públicos e subsídios a empresas ou setores de atividade econômica. Além disso, o elevado valor do multiplicador de impacto do investimento público torna factível a obtenção de uma *expansão fiscal autofinanciável* mesmo numa situação em que a economia não opera no ZLB (Dávila-Fernandez, 2020).

## 5. Considerações finais

Após breve contextualização acerca da economia brasileira nas últimas duas décadas, ficou claro que um impulso fiscal é necessário para acelerar o crescimento econômico, impedindo efeitos de *histerese* sobre o comportamento do PIB. Com o Covid-19, e suas consequências, isso se tornou ainda mais premente, dado o choque adverso de 2020.

Na sequência, discutimos a sustentabilidade da dívida pública como proporção do PIB no Brasil sob diversos cenários. De acordo com cada cenário, e suas premissas, há grande variação na DBGG em 2040, mas também no nível de PIB no mesmo ano. Entretanto, na maioria dos cenários mais “normais”, a DBGG ficaria entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução

significativa no longo prazo. Portanto, **uma expansão fiscal moderada, focada na realização de investimentos públicos - os quais possuem o maior multiplicador entre as diversas despesas da União - não parece produzir grandes riscos para a dinâmica da dívida, ou seja, não produz uma trajetória explosiva para a dívida pública como proporção do PIB no longo-prazo**, não obstante os riscos inerentes em qualquer estratégia, ainda mais num contexto em que um arcabouço fiscal responsável e crível seja implementado.

Outro elemento detalhado no texto foram os diversos erros do arcabouço fiscal brasileiro até 2021, os quais demandam a realização de alterações, inclusive para permitir alguma política fiscal expansionista, quando necessário. **A Regra de Ouro, a meta de Resultado Primário e o Teto de Gastos vigentes até o presente momento, não se mostraram eficientes para controlar a dívida pública, e tampouco contribuem para a aceleração do crescimento econômico. Em suma, o arcabouço fiscal existente hoje no Brasil combina o pior de dois mundos: dívida em trajetória de elevação e crescimento medíocre no longo prazo.**

Nesse contexto, foi proposto a extinção da Regra de Ouro. Além disso, a meta de resultado primária deve ser alterada para uma meta de resultado primário ciclicamente ajustada. Finalmente, o teto de gastos também deve ser alterado, permitindo uma variação real positiva anual, o

que não significa que haveria descontrole dos gastos, e tampouco da dívida. Isso porque, além da evolução das despesas, igualmente importantes são as receitas e o crescimento econômico – fora a taxa de juros. Esse novo Teto de Gastos permitiria a expansão dos investimentos públicos, essenciais para o crescimento de curto prazo, mas também de longo prazo, dados os ganhos de produtividade.

Argumentamos, também, sobre a possibilidade de acelerar a melhora dos níveis de endividamento por aumento da arrecadação. É o caso de diversos tributos subutilizados no país, ou mesmo por conta de evasão e elisão fiscal. Enfim, com as mudanças propostas no arcabouço fiscal do país, a redução da taxa de juros seria mais estrutural, o que ajudaria na dinâmica da dívida. E considerando um impulso fiscal inicial, combinado com uma taxa de câmbio mais competitiva e reformas na estrutura tributária brasileira, o país poderia se recuperar mais rapidamente dessa década de dificuldades e mudar positivamente sua trajetória de crescimento.

Por fim, **mostramos que um impulso fiscal de boa qualidade, ou seja, baseado na expansão daqueles componentes da despesa primária que possuem efeito multiplicador mais elevado, quais sejam, os investimentos públicos e as transferências de renda para as famílias, pode inclusive ser autofinanciável se a taxa de juros Selic for mantida em patamares baixos por um longo período.**

## Referências

ARESTIS, P. **New Consensus Macroeconomics: a critical appraisal**. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N. 564, 2009.

AUERBACH, A.J. **Fiscal Policy** In: BLANCHARD, O; SUMMERS, L.H. (orgs). **Retrinking Macroeconomic Policy After the Great Recession**. MIT Press, Cambridge (Mass.), 2019.

AYUSO-I-CASALS, J. **National Expenditure Rules – Why, How and When**. European Economy - Economic Papers 2008 - 2015 473, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2012.

- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. **Austerity**: when it works and when it doesn't. Princeton University Press, 2019.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. **Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability** In: *Fostering a Dynamic Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.217-270, 2017.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v.4, n.2, p. 1-27, 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil 47, 2018.
- BORGES, B; BORÇA JR, G. **O quão estimulativa é a política monetária brasileira**. Blog do IBRE, 03 de janeiro, 2019 [[O quão estimulativa estaria a política monetária brasileira? | Blog do IBRE \(fgv.br\)](#)]
- CERRA, V.; SAXENA, S. **Booms, crises, and recoveries**: a new paradigm of the business cycle and its policy implications. IMF, WP/17/250, 2017.
- CORDES, T.; KINDA, T.; MUTHOORA, P.; WEBER, A. **Expenditure rules**: effective tools for sound fiscal policy?. IMF: WP 15/29, 2015.
- COURI, D. **Gradualmente e, então, de repente**. Valor Econômico, 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/gradualmente-e-entao-de-repente.ghtml>>.
- DÁVILA-FERNANDEZ, M. **Pode uma Expansão Fiscal Pagar-se a si Mesma?** Disponível em [Zero Lower Bound 2 c664278d0f.pdf \(amazonaws.com\)](#), 2020
- DELONG, J.B; SUMMERS, L.H. Fiscal Policy in a Depressed Economy. **Brookings Papers on Economic Activity**, 2012.
- DOMAR, E. The Burden of the Debt and National Income. **The American Economic Review**, Vol. 34, N. 4, pp. 798-827, 1944.
- ENGLER, P; TERVALA, J. Hysteresis and fiscal policy. **Journal of Economic Dynamics and Control**, Elsevier, vol. 93(C), pages 39-53, 2016.
- FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J. **A PEC 241/55**: redenção ou condenação?. Brasil Debate, 2016. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>.
- FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J.; CABIDO, B. A evolução da pauta exportadora do Brasil e de Minas Gerais sob a abordagem da complexidade entre 2000 e 2013. **Revista Econômica do Nordeste**, v. 48, n.1, p. 63-79, 2017.
- FERREIRA-FILHO, H.; OREIRO, J. **Entre narrativas e fatos sobre a questão fiscal**: por um novo teto de gastos – parte 2. Brasil Debate, 2020. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.
- GIAMBIAGI, F.; TINOCO, G. **O teto do gasto público**: mudar para preservar. BNDES, Texto para Discussão 144, 2019.
- ILZETZKI, E; MENDOZA, E; VÉGH, C. How big (small?) are fiscal multipliers?. **Journal of Monetary Economics** 60(2), March, 239-254, 2013.
- INFOMONEY. **Atento à “tempestade perfeita” no país, Arminio Fraga defende mudança de rota e planejamento de mais longo prazo**, 2020. Disponível em: <<https://>>

[www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/](http://www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/)>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). **Relatório de Acompanhamento Fiscal**, n.41, 2020.

IZQUIERDO, A.; LAMA, R.; MEDINA, J.; PUIG, J.; RIERA-CRICHTON, D.; VECH, C.; VU-LENTIN, G. **Is the public investment multiplier higher in developing countries?** An empirical investigation. NBER Working Papers 26478, National Bureau of Economic Research, 2019.

KRUGMAN, P. **The case for permanent stimulus**. VoxEU, 2020. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/case-permanent-stimulus>>.

LLEDÓ, V.; YOON, S.; FANG, X.; MBAYE, S.; KIM, Y. **Fiscal rules at a glance**. IMF, 2017.

MILESI-FERRETTI, G. Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. **Journal of Public Economics**, 88, 2003.

NICKEL, C; TUDYKA, A. **Fiscal stimulus in times of high debt**: Reconsidering multipliers and twin deficits. Working Paper Series 1513, European Central Bank, 2013.

OREIRO, J.L. A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e Agenda de Política Econômica. **Estudos Avançados**, Vol. 40, pp. 27-42, 2017

OREIRO, J. **A estratégia de ajuste fiscal do governo Temer e a PEC 241**: diagnóstico certo, dosagem errada. Valor Econômico, 2016.

OREIRO, J.; D'AGOSTINI, L. Macroeconomic Policy Regimes, Real Exchange Rate Over-Valuation and Performance of Brazilian Economy (2003-2015). **Journal of Post-Keynesian Economics**, Vol. 40, pp. 168-182, 2017

OREIRO, J.; SILVA, K. A estagnação brasileira e a agenda de Paulo Guedes em tempos de coronavírus. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, vol. 10, n.1, 2020.

PERROTI, R. **Fiscal Policies in Recessions** In: AKERLOF, G; BLANCHARD, O; ROMER, D; STIGLITZ, J. (Orgs.) **What Have We Learned? Macroeconomic Policies After the Crisis**. MIT Press: Cambridge (Mass.), 2014.

PIRES, M. Uma Análise da Regra de Ouro no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 39, n.1, pp.39-50, 2019A.

PIRES, M. **A macroeconomia da política fiscal**. Valor Econômico, 2019B. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-macroeconomia-da-politica-fiscal.ghlml>>.

RESENDE, C.T; PIRES, M.C.C. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos**, Vol. 51, n.2, pp. 213-243.

SARIN, N.; SUMMERS, L. H. 2019. **Shrinking the Tax Gap**: Approaches and Revenue Potential. Working Paper 26475, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Regras Fiscais**: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro. Textos para Discussão, 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Relatório de projeções da Dívida Púb-**



**blica Federal**, 2º quadrimestre, 2019B.

SEGURA-UBIERGO, A. **The puzzle of Brazil's high interest rates**. IMF Working Paper 12/62, IMF, 2012.

SUMMERS, L. Accepting the Reality of Secular Stagnation. **Finance & Development** VOL. 57, NO. 1, 2020.

WIESE, R; JONG-A-PIN, R.; DE HAAN, J. Can successful fiscal adjustments only be achieved by spending cuts?. **European Journal of Political Economy**, vol. 54, 2018.

# 6

## Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República

*Márcio Gimene<sup>1</sup>*

*Daniel Negreiros Conceição<sup>2</sup>*

*André de Melo Modenesi<sup>3</sup>*

### Resumo

Conforme dispõe a CF-1988, o planejamento estratégico público é um fator determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Assim, torna-se

---

1 Analista de Planejamento e Orçamento do Governo Federal. Doutor em Geografia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Mestre em Geografia pela Universidade de Brasília e Economista pela UFRJ. Fez estágio de pós-doutorado no Instituto de Economia da UFRJ. Foi Assessor Técnico do Instituto Brasileiro de Administração Municipal – IBAM; Coordenador de Temas Estratégicos e Coordenador-Geral de Gestão do Conhecimento da Secretaria de Planejamento e Investimentos Estratégicos do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; Assessor da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República; e Subsecretário de Relações do Trabalho e do Terceiro Setor e Secretário Adjunto de Relações Institucionais e Sociais da Casa Civil do Governo do Distrito Federal. Atualmente trabalha na Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia. É Editor da Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO e Presidente da Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento – Assecor.

2 Economista pela UFRJ, mestre em economia e doutorando em Economia e Ciências Sociais pela Universidade do Missouri em Kansas City (UMKC). É professor do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) onde leciona macroeconomia e economia do setor público no Curso de Gestão Pública para o Desenvolvimento Econômico e Social (GPDES). É um dos autores do livro “Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas”, primeiro manual brasileiro sobre o tema publicado pela Editora Nova Civilização.

3 Professor Associado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Doutor pela mesma instituição. Foi coordenador da área de macroeconomia do IE/UFRJ, entre 2010-2017. Lecionou no IBMEC-RJ (2005-2009) e na Universidade Federal Fluminense (2001-2003). É pesquisador do CNPq. Foi Secretário-Executivo Adjunto da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC), entre 2014-2015; e diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), entre 2011-2014. Foi pesquisador da Coordenação de Regimes Monetário e Cambial da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (DIMAC/IPEA). Autor do livro texto Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real (Manole, 2005), vencedor do Troféu Cultura Econômica (Jornal do Comércio e Caixa RS), e de capítulos em diferentes livros, como: The Brazilian Economy Since the Great Financial Crisis of 2007/2008 (Palgrave Macmillan, 2017), The New Brazilian Economy (Palgrave Macmillan, 2017), The Brazilian Economy Today: Towards a New Socio-Economic Model? (Palgrave Macmillan, 2016), The Global South After the Crisis (Edward Elgar, 2016), Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário no Brasil (Campus-Elsevier, 2007); Câmbio e Controle de Capitais (Campus-Elsevier, 2006). Co-organizador dos livros: Brazil's Economy An Institutional and Sectoral Approach (Routledge, 2018), Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade (Elsevier, 2012), Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego (IPEA, 2010). Também publicou artigos em diferentes periódicos internacionais e nacionais, como: Journal of Post Keynesian Economics, European Journal of Economics and Economic Policy, Investigación Económica, Estudos Econômicos e Revista de Economia Política.

necessário mobilizar recursos financeiros que sejam suficientes e adequados para o pleno cumprimento dos Objetivos Fundamentais da República e dos demais dispositivos constitucionais e infraconstitucionais a eles associados.

Por isso, buscamos demonstrar neste trabalho que: i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário; ii) governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem; e iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.

Ressaltamos, no entanto, que isso não significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. Afinal, ao menos três restrições precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: i) as restrições au-

to impostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

Apesar disso, não há motivo (do ponto de vista estritamente financeiro) para que um governo monetariamente soberano como o brasileiro deixe de realizar os gastos que forem necessários para assegurar o cumprimento de metas politicamente pactuadas – tais como os objetivos fundamentais da República definidos na Constituição brasileira. Não faz sentido a crença segundo a qual “a Constituição não cabe no orçamento”. É o orçamento público que deve se adequar à Constituição, e não o contrário.

Assim, ressaltamos que as restrições de gasto impostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

## 1. Introdução

O art. 3º da Constituição Federal estabelece como objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

- Construir uma sociedade livre, justa e solidária;
- Garantir o desenvolvimento nacional;
- Erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; e
- Promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Para que tais objetivos sejam alcançados, o art. 174 da Carta Magna determina que o Estado exerça, como agente normativo e regulador da atividade econômica, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Sendo o planejamento determinante para o setor público, torna-se necessário mobilizar recursos financeiros que sejam suficientes e adequados para o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República e dos demais dispositivos constitucionais e infraconstitucionais a eles associados.

Há quem diga, no entanto, que isso não é possível porque “a Constituição não cabe no orçamento”. Nesta perspectiva, os objetivos fundamentais da República seriam uma espécie de “carta de intenções”, cuja efetiva implementação estaria subordinada à disponibilidade de dotações orçamentárias.

No intuito de contribuir com esse debate, o presente texto tem como objetivo demonstrar que o governo brasileiro é capaz

de financiar as políticas públicas necessárias para assegurar o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República. Para tanto, esse capítulo está organizado em quatro seções, além desta introdução e da conclusão. A próxima seção apresenta as diferenças entre as lógicas que orientam as finanças públicas e privadas. As seções seguintes abordam três restrições que precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos. São elas: i) as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

## 2. Soberania Monetária

Podemos dizer que um governo é *monetariamente soberano* quando dispõe das seguintes prerrogativas legais: determinar qual a moeda/unidade de conta oficial; exercer o monopólio sobre a emissão da moeda de aceitação mais ampla na economia; estabelecer obrigações não recíprocas (impostos, multas, taxas, tarifas); e decidir o que entregará para realizar pagamentos e transferências ao setor privado.<sup>4</sup>

Isso faz com que a dinâmica das finanças públicas seja distinta da que orienta a gestão orçamentária de usuários da moeda estatal, como as famílias e as empresas. Um princípio básico de contabilidade ajuda a entender essa diferença: todo ativo financeiro corresponde a um passivo financeiro. Em uma economia fechada, isso significa que o superávit obtido pelo setor público corresponde necessariamente a um déficit no setor privado, e vice-versa. Quando incluímos o setor externo na análise, o raciocínio é o mesmo. Considerando como “resto do mundo” os governos, as empresas e as famílias dos países com os quais um determinado país possui relação financeiri-

---

4 Nessa perspectiva, não são governos monetariamente soberanos os Estados-membros da União Europeia, que renunciaram à sua soberania monetária em favor do Banco Central Europeu, nem entes subnacionais (estados e municípios) como os brasileiros, que são usuários da moeda emitida pela União. (DALTO et al, 2020)



ra, temos a seguinte identidade:

Balanço privado doméstico +	Balanço público doméstico +	Balanço externo	= Zero
-----------------------------	-----------------------------	-----------------	--------

Ou seja, ao menos um desses setores precisa apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas maiores do que despesas. Como não é possível esses três setores apresentarem receitas maiores do que despesas em um mesmo período, para que haja aumento da riqueza financeira privada (isto é, das famílias e empresas) é preciso que haja um déficit equivalente no setor público (supondo que o balanço externo esteja equilibrado, para simplificar).

Logo, **como regra geral, déficits públicos correspondem a superávits privados, e vice-versa. Isso significa que se o orçamento público for gerido seguindo o raciocínio dos orçamentos privados – isto é, reduzir despesas e aumentar receitas sempre que possível – o resultado tende a ser o empobrecimento relativo das famílias e empresas. É por isso que governos monetariamente soberanos funcionam sistematicamente com orçamentos públicos deficitários, proporcionando, assim, aumento da renda (e/ou da riqueza) privada.**<sup>5</sup>

Tendo isso em mente, a pergunta relevante a se fazer em seguida é como governos monetariamente soberanos conseguem financiar seus gastos ao longo do tempo, de forma a permitir que o conjunto das famílias e das empresas operem com orçamentos superavitários. Para respondermos a essa pergunta **é preciso observar que**

**governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem.** Até cerca de 200 anos atrás isso era mais claro, pois os reis ordenavam a cunhagem de moedas para gastá-las e, em seguida, recolhê-las de volta por meio da cobrança de tributos. Com a criação dos bancos centrais essa sequência de eventos ficou um pouco mais complexa, mas a lógica segue sendo a mesma: para que o soberano possa recolher na forma de tributos as moedas que ele mesmo emite, é preciso primeiro colocar essas moedas em circulação, adquirindo bens e serviços da população local. Do ponto de vista lógico, não é possível ocorrer o contrário, pois neste caso os agentes privados não teriam como obter a moeda para devolvê-la na forma de tributos ao governo que a criou.

Minsky (2013), corretamente, observa que embora qualquer pessoa possa criar moeda, o problema reside em ela ser aceita por outras pessoas. **O que faz com que a moeda estatal tenha ampla aceitação é o fato de ela ser exigida para o pagamento de tributos cobrados pelo governo. Isso significa que a função primordial dos tributos não é financiar os gastos públicos; e sim criar demanda para a moeda estatal.** Dado que o não pagamento de tributos pode resultar em sanções diversas, tais como a cobrança de multas, confisco de bens ou mesmo a prisão do devedor, a demanda pela moeda estatal faz com que ela seja amplamente aceita dentro dos domínios daquele Estado.<sup>6</sup>

**Estando claro que (i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário, e que (ii)**

5 Para maior aprofundamento sobre esse ponto, ver Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020).

6 Tributos também são importantes instrumentos de polícia econômica. Por exemplo, devem ser usados com fins distributivos: reduzir desigualdades extremas de patrimônio e renda, tributando mais quem tem mais. Podem servir para estimular determinadas atividades econômicas e, eventualmente, combater pressões inflacionárias oriundas de setores específicos (como alimentos, combustíveis e energia etc.).

**governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem, resta reconhecer que (iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.**

Sobre este último ponto, cabe lembrar que ao menos desde 1819, quando Sismonde de Sismondi (1827) publicou *Novos Princípios de Economia Política*, e de 1820, quando Malthus (1983) lançou *Princípios de Economia Política*, sabe-se que a demanda agregada é o que determina o nível de produção geral da economia.

Ambos contestaram a Lei de Say,<sup>7</sup> observando que nem tudo que é poupado se transforma, necessariamente, em investimento. Ao ressaltarem que a insuficiência de demanda efetiva pode determinar a ocorrência de crises de superprodução, esses autores deram importante passo para o entendimento da *função reserva de valor* desempenhada pela moeda.

Na medida em que se considere que a moeda desempenha a função de reserva de valor é possível que os agentes econômicos optem por reter parcela de seu rendimento (salário ou lucro) na forma de moeda ou, simplesmente, entesourar moeda. Havendo entesouramento, parte do poder de compra potencial (gerado no processo de produção) não se transformará em demanda. Isso significa que nem toda renda criada em um determinado período se transforma em demanda (seja na forma de consumo das famílias ou de investimento das empresas) nesse mesmo período. Assim, cria-se insuficiência de demanda efetiva e, portanto, a possibilidade de ocor-

rer uma crise de superprodução.

Isso ficou evidente com a crise financeira mundial de 1929 e a Grande Depressão que a seguiu. Foi observando esses acontecimentos que Keynes publicou, em 1936, sua *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. O sucesso desse livro está diretamente ligado ao reconhecimento de que o pensamento econômico convencional não era capaz de explicar – e, portanto, muito menos capaz de reverter – a dramática situação social e econômica enfrentada naquele momento:

*“A época em que o livro [A Teoria geral...] foi lançado foi certamente uma das razões do seu sucesso. A Grande Depressão não foi apenas uma catástrofe econômica, mas também um fracasso intelectual [...] Poucos economistas tinham uma explicação coerente para a Depressão, tanto sobre a sua profundidade quanto sobre a sua duração [...] A Teoria geral ofereceu uma interpretação para os eventos, um modelo lógico e uma razão clara para a intervenção do governo na economia.”* (Blanchard, 1997, p. 610)

Keynes aprofundou as reflexões de Sismonde de Sismondi e Thomas Malthus sobre o princípio da demanda efetiva, ressaltando que o gasto realizado precede a renda e a determina. Ou seja, **a renda é gerada a partir do gasto: o gasto esperado (ex ante) é que define a produção do período corrente e o gasto realizado (ex post) define a renda.**

O princípio da demanda efetiva dá à identidade contábil entre poupança e investimento uma determinação causal: **a**

---

7 De acordo com Say (1983, p. 139, grifos nossos e itálico no original): “(...) **um produto acabado oferece, a partir desse instante, um mercado para outros produtos equivalente a todo o montante de seu valor.** Com efeito, quando o último **produtor acabou um produto**, seu **maior desejo é vendê-lo** para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, ele tem **igual pressa em desfazer-se do dinheiro** que sua **venda lhe propicia**, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora **não é possível desfazer-se de seu dinheiro, senão procurando comprar um produto** qualquer. Vê-se portanto, que **só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos.**”

**decisão de gastar é sempre autônoma e, numa sociedade onde exista crédito, não depende de nenhuma renda prévia. Isto é, o gasto agregado determina a renda, invertendo a causalidade tradicionalmente aceita. Em particular, o gasto autônomo, a partir da ação do multiplicador, é que determina a renda e o nível de emprego da economia.** (LINS, 2021)

Keynes alertou que as decisões de investimento dos agentes privados dependem de que as suas expectativas de rendimentos futuros sejam maiores do que os rendimentos proporcionados pelas taxas de juros vigentes. Diante de situações de elevada incerteza, a eficiência marginal do capital cai, a taxa de juros tende a subir (caso não haja ação governamental em sentido contrário) e, com isso, o investimento é inibido e o emprego e a renda da economia deixam de crescer ou mesmo caem.

**Quando reconhecemos que o investimento depende fundamentalmente de dois fatores (eficiência marginal do capital > taxa de juros), ambos relacionados à incerteza, fica claro que estamos tratando de uma decisão volátil, o que significa que a produção, a renda e o emprego também são instáveis.**

É o que se nota nas recessões e/ou depressões econômicas. Quanto menos as pessoas investem e consomem, mais escassas se tornam as oportunidades de vender mercadorias lucrativamente, tornando o investimento privado menos atraente, o que reforça a tendência contracionista. A redução nas rendas das famílias e empresas tende a estimular situações de instabilidade social e política, o que aumenta a imprevisibilidade do ambiente econômico e torna ainda mais valiosa a liquidez da moeda. Como a inversão do ciclo econômico passa pela remobilização da capacidade ociosa formada durante a recessão, a realização de novos investimentos privados acaba sendo adiada.

Por isso Keynes enfatizou a importância de que o Estado atue de forma anticíclica. **A política econômica precisa garantir que o emprego e a produção não caiam de forma multiplicada e que, ao contrário, possam crescer, atenuando os problemas de desemprego e multiplicando a produção e a renda a partir da ampliação de gastos públicos que contribuam de forma efetiva para a melhoria das condições de vida da população.**

**Quando a rentabilidade esperada do capital se encontra muito baixa, indicando pessimismo dos investidores privados, torna-se ainda mais importante a ampliação dos gastos públicos. O Estado pode e deve agir assim, pois não tem o objetivo de lucro da iniciativa privada e, por isso, não precisa comparar a eficiência marginal do capital com a taxa de juros. Afinal, um dos principais objetivos da ação governamental é justamente lidar com problemas que o mercado sozinho não resolve, como o desemprego.**

A ampliação dos gastos públicos em economias que estejam operando abaixo do pleno emprego possibilita multiplicar a renda e gerar novos empregos, o que é crucial para mitigar o pessimismo dos agentes privados. Com os níveis de renda e de emprego subindo, os investidores privados passam a ter maior expectativa de demanda pelos seus produtos. Isso eleva a rentabilidade esperada dos seus investimentos, que passa a superar a taxa de juros e assim o investimento privado se amplia. O resultado é a retomada do crescimento econômico, ampliando a renda e gerando novos empregos, o que permite inclusive ampliar a arrecadação tributária.

Dois outros autores foram fundamentais para a consolidação dessa abordagem: Michal Kalecki e Abba Lerner.

Kalecki (1943) alertou que o maior obstáculo para que se alcance o pleno emprego é de natureza política. Entre lucrar mais

em um regime de pleno emprego, no qual a demissão deixa de desempenhar o papel de medida disciplinar de hierarquização social, ou lucrar menos preservando o status social que o poder de demitir proporciona, empregadores preferem a segunda opção. Consequentemente, se o Estado não agir deliberadamente para promover o pleno emprego da força de trabalho, parcelas expressivas da população seguirão involuntariamente desempregadas.

Lerner (1943, 1947) foi adiante: usando como referência o princípio da demanda efetiva, passou a discutir a especificidade do gasto público. Lerner observou que o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo, e cujo fluxo pode ser planejado e direcionado para o crescimento econômico, já que o investimento privado dito autônomo visa, em última instância, o lucro. Logo, se não há expectativa de lucro, não há investimento.

Como observado por Lins (2021, grifo no original):

*“(...) na hora em que o governo decide gastar (ou não), tributar/subsidiar (ou não), e também qual será sua política de juros, indica, no mesmo momento, qual vai ser o nível de renda daquela economia, que grupos ou categorias vão ser – direta ou indiretamente – beneficiados ou prejudicados pelos gastos do governo, qual vai ser o nível de emprego.*

*Foi esse o caminho traçado por Lerner para levar até as últimas consequências o princípio da demanda efetiva de Keynes e Kalecki, a partir do conceito de **finanças funcionais**: se a demanda é que move a oferta, e não o contrário; se o melhor “demandador de última instância” é o governo (já que o investimento traz embutida uma expectativa de lucro futuro, não podendo, pois, ser considerado plenamente autônomo); então, o governo é que tem que ser o*

*“condutor” da economia, através do gasto que impulsiona o crescimento até o pleno emprego.”*

Essa forma de analisar as finanças públicas permite concluir que:

“É o governo que dirige a economia, mesmo num contexto liberal, já que o governo é que dá o arcabouço institucional básico dentro do qual as empresas vão se mover – e tomar suas decisões de investimento e produção. Suas decisões de política econômica podem favorecer ou não a entrada de empresas estrangeiras, estimular ou não a competição entre os setores e intrasetores – ou as sinergias idem. O governo pode aumentar o gasto em P&D e direcioná-lo para áreas consideradas estratégicas, como o complexo industrial farmacêutico. Ou pode estimular a exportação de produtos primários, para que se importem os bens intensivos em tecnologia. Pode construir um Estado de bem-estar social, reforçando os gastos em saúde e educação públicas e estruturando um sistema de seguridade social sólido. Ou reduzir a participação do Estado e deixar a educação e a saúde a cargo do setor privado.

A ideia de “Estado mínimo” é, pois, uma falácia. Não há a alternativa de “menos Estado”: há formas de atuação do Estado que são diferentes e beneficiam mais ou menos os trabalhadores ou os donos do capital.

(...) Em resumo, ao rejeitar a ideia de “finanças saudáveis” e afirmar a necessidade de um Estado que busque ativamente o pleno emprego, Lerner traz de volta para o centro da ribalta a economia como economia política. Na medida em que se considera que não há necessidade nem motivo para igualar receitas e despesas no setor público, abre-se espaço para o plane-



jamento econômico visando o crescimento, a elevação do emprego e a redução da desigualdade.”

Em suma, **não há motivo (do ponto de vista estritamente financeiro) para que um governo monetariamente soberano como o brasileiro deixe de realizar os gastos que forem necessários para assegurar o cumprimento de metas politicamente pactuadas – tais como os objetivos fundamentais da República definidos na Constituição brasileira. Não faz sentido a crença segundo a qual “a Constituição não cabe no orçamento”. É o orçamento público que deve se adequar à Constituição, e não o contrário.**

Isso não significa, no entanto, que os governos (monetariamente soberanos) possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. A seguir abordaremos três restrições que precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, os riscos de aceleração da inflação e as restrições externas.

### 3. Restrições Autoimpostas pelas Leis Orçamentárias

Embora do ponto de vista financeiro um governo monetariamente soberano sempre possa gastar mais na moeda que ele mesmo emite, as decisões alocativas relativas a esses gastos envolvem processos complexos de disputa e pactuação política. Isso ocorre porque as decisões alocativas implicam em custos de oportunidade para a mobilização dos recursos escassos, dentre os quais podemos destacar a força de trabalho, os recursos naturais, as tecnologias disponíveis, as reservas internacionais

e a capacidade de gestão.

Isso significa que para determinados grupos de interesse certas despesas podem ser desejáveis, mas para outros não. É o que ocorre, por exemplo, quando ofertantes de serviços privados em áreas como saúde e educação veem suas expectativas de lucro ameaçadas pela possibilidade de que a oferta de serviços públicos nessas áreas seja feita com qualidade e abrangência condizentes com as determinações constitucionais. **Como é desgastante assumir que o subfinanciamento de certos serviços públicos é uma escolha política, a saída usual dos grupos dirigentes e dos seus apoiadores (nos meios de comunicação, nos centros de pesquisa etc.) consiste em acionar falácias como “o dinheiro acabou” e “o Estado está quebrado”.**

Sobre isso, Samuelson (1998) comentou que uma das funções das antigas religiões era assustar as pessoas com mitos para que elas se comportassem da maneira que a vida civilizada requer. De forma análoga, a superstição de que o orçamento deve ser o tempo todo equilibrado cumpriria papel semelhante ao das antigas religiões, na medida em que contribui supostamente para uma maior disciplina na alocação de recursos.<sup>8</sup>

Acontece que não existe neutralidade técnica na definição de quais despesas públicas são desejáveis ou não. Trata-se essencialmente de um problema político. Como tal, exige ampla transparência para que os cidadãos sejam devidamente informados sobre as verdadeiras motivações de cada decisão alocativa, o que inclui identificar os segmentos sociais que serão beneficiados ou prejudicados.

8 “I think there is an element of truth in the view that the superstition that the budget must be balanced at all times, once it is debunked, takes away one of the bulwarks that every society must have against expenditure out of control: there must be discipline in the allocation of resources or you will have anarchistic chaos and inefficiency. And one of the functions of old-fashioned religion was to scare people by sometimes what might be regarded as myths into behaving in a way that the long-run civilized life requires.” (SAMUELSON, 1998)

É justamente por isso que as sociedades criam instituições para disciplinar o exercício desse poder. Com isso se espera que as decisões sobre a mobilização da força de trabalho, dos recursos naturais, das tecnologias e da capacidade de gestão sejam objeto de pactuação política entre os representantes eleitos pela população, o que se traduz em leis orçamentárias que estipulam os limites de gastos a serem observados em cada programa governamental.

Assim, **considerando a institucionalidade brasileira: embora a União sempre possa honrar compromissos financeiros denominados em reais, pois trata-se da moeda que ela mesmo emite, é preciso uma autorização do Congresso para que o Tesouro Nacional e o Banco Central realizem os procedimentos operacionais necessários para que os valores correspondentes sejam depositados nas contas bancárias das pessoas físicas e jurídicas ofertantes dos bens e serviços contratados pela própria União para viabilizar a oferta de políticas públicas.** Essa autorização do Congresso se dá por meio da aprovação da Lei Orçamentária Anual, estabelecendo limites de gasto para cada programa e ação governamental.

Tais restrições de gasto autoimpostas pelas leis orçamentárias são compreensíveis na medida em que possibilitam o compartilhamento de poder decisório entre o Poder Executivo, responsável pela elaboração do Projeto de Lei Orçamentária Anual e a sua posterior execução, e o Poder Legislativo, que é responsável pela apreciação, o aperfeiçoamento, a aprovação e a fiscalização da execução de cada lei e despesa orçamentária. Nesse arranjo, compete ao Poder Judiciário, ao Ministério Público e à Defensoria Pública a elaboração das propostas orçamentárias referentes às suas próprias atribuições institucionais, bem como a fiscalização dos atos dos Poderes Executivo e Legislativo, zelando para que as normas constitucionais e infraconstitucionais se-

jam devidamente cumpridas.

Esse compartilhamento de responsabilidades permite que presidentes eleitos com plataformas mais restritivas em relação à oferta de políticas públicas possam submeter à apreciação parlamentar projetos de leis orçamentárias condizentes com tais plataformas, da mesma maneira que presidentes eleitos com plataformas mais abrangentes para as políticas públicas possam enviar ao Congresso leis orçamentárias que correspondam ao mandato que lhes foi conferido pelas urnas. Em ambos os casos, cabe aos parlamentares, também eleitos pelo voto popular, pactuarem os ajustes que julgarem necessários nas leis orçamentárias, observando o conjunto das normas constitucionais e infraconstitucionais.

Dessa maneira, caso o Chefe do Poder Executivo eleito pela população envie ao Congresso Nacional uma proposta de Lei Orçamentária Anual com dotações insuficientes para a adequada efetivação de determinados deveres e direitos estabelecidos pelas normas constitucionais e infraconstitucionais, cabe aos parlamentares fazerem as correções que entenderem ser necessárias durante a apreciação do projeto de lei, bem como fiscalizar a execução da lei que venha a ser por eles aprovada.

De forma complementar, cidadãos e pessoas jurídicas que entendam que os representantes eleitos para os Poderes Executivo e Legislativo não estejam cumprindo adequadamente com as suas atribuições podem recorrer ao Poder Judiciário, ao Ministério Público e à Defensoria Pública em busca da reparação de eventuais omissões e outras irregularidades que venham a ser cometidas pelos agentes públicos.

Apesar da complexidade inerente a essas relações interinstitucionais, o que muitas vezes envolve controversas interpretações acerca da efetiva observação das normas vigentes, trata-se de formas de compar-

tilhamento do poder decisório que visam evitar concentração excessiva de poder em poucos indivíduos e organizações.

Nesse sentido, a autorização legal para que determinado gasto público seja realizado pode ser entendida, ao mesmo tempo, como o menor e o maior dos problemas para o exercício da soberania monetária de um país. É um problema de menor importância quando consideramos que basta o Parlamento autorizar a realização daquele gasto para que as autoridades monetária e fiscal adotem os procedimentos operacionais necessários para a criação do dinheiro. Mas esse problema, aparentemente trivial, deixa de sê-lo quando observamos que tais autorizações legislativas envolvem complexas disputas de poder, tanto maiores quanto mais democrático (vale dizer: plural e representativo) for o ambiente político e institucional dentro do qual elas ocorrem.

O que precisa ficar claro, no entanto, é que as restrições de gasto autoimpostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

#### 4. Riscos de Aceleração da Inflação

Uma segunda restrição relevante para a ampliação dos gastos públicos diz respeito aos riscos de aceleração da inflação. Sobre isso é importante destacar que inflações moderadas (de até 5% ao ano, por exemplo) são um fenômeno recorrente em economias capitalistas.

Identificar eventuais beneficiados ou prejudicados por processos inflacionários demanda análises complexas para cada setor da economia, de forma que se possa ponderar em qual proporção cada segmento social se apropriou de determinados aumentos de preços, bem como o quanto isso pode ter impactado o custo de vida ou de produção em cada setor.

O que realmente causa maior preocupação são as situações extremas, tais como as experiências de hiperinflação, observadas em países da Europa, no entre guerras. Regimes de alta inflação crônica – que assolaram a América Latina nos anos 1980 – e, mais recentemente, a ameaça de uma deflação nas economias desenvolvidas, também são preocupantes e devem ser combatidas. De fato, essas anomalias são relativamente raras, mas o simples temor (ou expectativa) de que elas possam vir a acontecer costuma impactar as decisões de investimento e de consumo dos agentes privados.

Por exemplo, se em determinado país houver uma percepção generalizada de que o nível geral de preços irá cair (deflação), a tendência dos agentes privados será postergar seus gastos, para que possam se beneficiar de preços menores no futuro. Além disso, o investimento na produção de bens e de serviços se torna menos lucrativo, visto que representa a aquisição futura de menores receitas obtidas a partir da venda de mercadorias mais baratas. Caso essa percepção de tendência de queda dos preços seja muito elevada, o impacto macroeconômico será recessivo. Isso provocará aumento do desemprego, o que reduzirá ainda mais a demanda agregada e assim por diante.

Por outro lado, se houver uma percepção generalizada de que os preços irão aumentar de forma acelerada, isso tenderá a elevar o grau de incerteza sobre o futuro, o que também levará os agentes econômicos a postergarem decisões mais arrojadas de consumo ou de investimento (como financiar a compra de um imóvel ou adquirir equipamentos para a ampliação da capacidade instalada de uma empresa), o que aumentará o desemprego, reduzirá a demanda agregada e assim por diante.

**É por isso que os governos devem se esforçar para que suas economias funcionem com patamares moderados de**

**inflação, de forma a estimularem as decisões de consumo e de investimento em ambientes de negócios com alguma previsibilidade.**

Nas raríssimas situações em que a economia de um país se encontra com pleno emprego das suas forças produtivas, o que se espera do seu governo é que administre os gastos públicos e os estímulos aos gastos privados de forma a evitar acelerações indesejadas da inflação por excesso de demanda. Essas situações são excepcionalmente raras, pois quando as empresas se aproximam da ocupação máxima da sua capacidade instalada, a expectativa de poder ampliar suas vendas motiva a ampliação dessa capacidade, contribuindo para a formação de um círculo virtuoso de crescimento.

Nestes casos, com pleno emprego da força de trabalho, o setor público pode reduzir algumas despesas (como as referentes ao seguro-desemprego e as transferências de renda para os mais pobres), além de ampliar as alíquotas de determinados impostos (o que reduz a renda disponível dos agentes) e ampliar a taxa básica de juros da economia e as taxas de juros cobradas pelos bancos públicos (o que eleva o custo de novas decisões de consumo e investimento, desacelerando sua velocidade).

Note-se que tanto o aumento do gasto público quanto o do gasto privado podem ter impactos inflacionários em uma economia que esteja operando em situação de pleno emprego. É por isso que os gastos públicos e os estímulos aos gastos privados precisam ser bem calibrados, objetivando o pleno emprego da força de trabalho. Isto é, mirando o patamar em que todos que estejam dispostos e aptos a trabalhar, em troca de determinado salário-mínimo, possam encontrar oportunidades dignas de trabalho no setor privado ou no setor público.

**Não é desejável estimular a ampliação dos gastos (públicos ou privados) em**

**situações de pleno emprego, pois isso tenderá a gerar inflação de demanda. Como também não é desejável administrar o nível geral de gastos (públicos e privados) em patamares abaixo do pleno emprego, pois isso significa uma subutilização da capacidade produtiva daquela sociedade, com consequências sociais indesejáveis: desemprego involuntário, pobreza etc.**

Por isso é fundamental controlar a inflação pelo lado da oferta, o que exige a identificação das pressões de custos que possam estar impactando o nível de preços: inflação de salários; inflação de lucros; inflação importada; e inflação de gargalos setoriais de oferta. (DAVIDSON, 1978; 2003; MODENESI, 2005; MODENESI e PIMENTEL, 2020)

*A inflação de salários* é aquela resultante de persistentes elevações dos salários nominais. Duas variáveis são centrais para que isso ocorra: a aspiração salarial dos trabalhadores e o poder de barganha nas negociações entre trabalhadores e empregadores. Dado que em países periféricos como o Brasil os salários médios são significativamente inferiores aos dos países centrais, é natural que ciclos de aceleração do crescimento econômico sejam acompanhados por alguma elevação de salários, como consequência da combinação entre maior capacidade de pagamento dos empregadores (decorrente do aumento verificado e/ou esperado das suas receitas) e o aumento do poder relativo de barganha dos trabalhadores (que passam a dispor de maior variedade e melhores ofertas de trabalho).

Embora em um primeiro momento isso possa pressionar os custos de atividades intensivas em trabalho, trata-se de um bom problema se a inclusão social for um objetivo da gestão macroeconômica. Afinal, salários mais altos contribuem para a redução da pobreza e o fortalecimento do mercado interno, o que possibilita a ampliação



das escalas de produção. Ou seja, beneficiam tanto os trabalhadores assalariados quanto os empregadores privados, pois estes podem ampliar seus lucros e reduzir os custos unitários de produção na medida em que suas vendas crescem.

Já a *inflação de lucros* está relacionada à estrutura de mercado e ao regime concorrencial. Como a elasticidade-preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, os produtores podem repassar choques de custos para os preços com maior liberdade. Ao favorecer a ampliação das margens de lucros, o poder de oligopólio pode gerar pressões inflacionárias. O combate a esse tipo de inflação exige políticas de defesa da concorrência que coíbam práticas anticompetitivas (como cartelização e conluio na formação de preços) com critérios transparentes de reajustes de preços que preservem o poder aquisitivo dos cidadãos nos casos em que existam monopólios ou oligopólios naturais na oferta de serviços (como na área de infraestrutura).

A *inflação importada*, por sua vez, se refere aos preços dos bens e serviços que cada país importa. Depende tanto das estruturas de custos dos bens e serviços importados quanto da taxa de câmbio vigente. Como sustentar um regime de câmbio fixo no atual sistema monetário internacional exige enorme acúmulo de reservas cambiais para fazer frente a possíveis ataques especulativos, o mais recomendável é combinar regime de câmbio flexível com controles do fluxo de capitais e intervenções pontuais do Banco Central (*flutuação suja*), para impedir excessos de volatilidade.

Ademais, como será discutido na próxima seção, o combate à inflação importada exige planejamento de longo prazo e incentivos para a sofisticação tecnológica dos bens e serviços produzidos, de forma que se possa, gradativamente, exportar bens e serviços com maior complexidade tecnológica, ao mesmo tempo em que se evita que

o crescimento do valor das importações ocorra de forma mais acelerada do que o crescimento das exportações.

O quarto, mas não menos importante, tipo de inflação de custos é a *inflação de gargalos setoriais de oferta*. É o que ocorre quando há uma insuficiência na oferta de determinado bem ou serviço essencial para o conjunto da economia. Esse tipo de inflação pode ser observado, por exemplo, quando há escassez (pontual ou generalizada) de alimentos, como observada durante a pandemia da Covid. Também se verifica na ocorrência de restrições na oferta da energia (como ocorrido em 2001/2002 e atualmente) e de combustíveis. As causas dessas escassezes relativas de insumos de utilização universal são muitas: naturais, geopolíticas etc.

Para lidar com essas situações é preciso administrar estoques reguladores de produtos e serviços estratégicos, como alimentos e energia. No caso dos alimentos, uma política de segurança alimentar deve ser realizada de forma ativa, como se faz nas principais economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Como os processos de crescimento econômico costumam ser acompanhados de desequilíbrios setoriais, sem planejamento e coordenação governamental, é de se esperar que surjam gargalos em setores específicos, o que pode provocar aumentos de preços com potencial para impactar outros setores da economia.

Em suma, **governos que se limitem a controlar a inflação manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros, de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, deixam de enfrentar as causas concretas dos aumentos de preços. Isso inviabiliza a ampliação das escalas de produção, o fortalecimento dos encadeamentos produtivos e a manifestação de sinergias intersetoriais e territoriais, impedindo a dinamização do mercado interno e o ple-**

**no emprego das forças produtivas nacionais.**

**Para lidar adequadamente com as pressões inflacionárias os governos precisam identificar e agir sobre cada tipo de inflação. Isso pode ser feito do ponto de vista regulatório (estabelecendo determinados parâmetros legais a serem observados pelos agentes privados), por meio de estímulos tributários e/ou creditícios (mediante o cumprimento de metas de interesse coletivo que justifiquem tais estímulos) ou pela ação direta de empresas estatais e/ou paraestatais (com foco em atividades de infraestrutura e que atuem na fronteira tecnológica, por exemplo).**

Nesse sentido, ampliar os gastos públicos em atividades que contribuam para reduzir os custos de vida e de produção viabiliza o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que pode contribuir para a estabilização do nível de preços. Isso motiva os empresários a ampliarem seus investimentos, na expectativa de que encontrarão compradores (públicos ou privados) para os bens e serviços que ofertam. E possibilita a ampliação das escalas produtivas, reduzindo os custos unitários de produção, o que também contribui para a estabilização dos preços.

## **5. Restrições Externas**

Outra restrição relevante para os gastos públicos se refere à posição de cada país no contexto internacional. Como demonstra Fiori (2007, 2014), o sistema político mundial é caracterizado pela competição entre seus Estados e economias nacionais. Nesse sistema não existem países satisfeitos; todos estão sempre se propondo a aumentar seu poder e sua riqueza, e, nesse sentido, todos são expansivos – em particular as grandes potências que já ocupam o topo da hierarquia do poder e da riqueza mundiais. Por isso, a luta dessas potências está diretamente ligada à expansão con-

tínua dos seus territórios econômicos supranacionais e ao controle monopólico de novos mercados.

Essa permanente competição deu origem a um sistema monetário internacional no qual as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com o seu grau de liquidez e sua capacidade de desempenhar, em âmbito internacional, as três funções da moeda: meio de troca; unidade de conta e denominação de contratos; e reserva de valor (FRITZ, PAULA e PRATES, 2016). A moeda nacional que melhor desempenha essas três funções em âmbito internacional é considerada a moeda-chave, e por isso está posicionada no topo da hierarquia. As moedas emitidas pelos demais países avançados desempenham apenas parcialmente essas funções: como apresentam um grau de liquidez menor do que a moeda-chave, se encontram em uma posição intermediária na hierarquia de moedas. No nível mais baixo dessa hierarquia estão as moedas emitidas por países periféricos: estas são consideradas moedas não-líquidas, pois não cumprem muito bem as funções da moeda em âmbito internacional.

Esse caráter hierárquico do sistema monetário internacional foi apontado por Keynes (1930) na sua obra *Treatise on Money*; e retomado em suas contribuições para a Conferência de Bretton Woods. Como destacado por Skidelsky (2000), durante os preparativos para Bretton Woods, Keynes estava especialmente preocupado com a condição da Inglaterra enquanto país devedor no pós-Segunda Guerra Mundial. Tal preocupação o levou a propor a criação de uma moeda internacional (Bancor) e de uma espécie de Banco Central Internacional (Internacional Clearing Union).

As recomendações de Keynes foram apenas superficialmente contempladas com a criação do Fundo Monetário Internacional, em 1945. O sistema monetário internacional permaneceu hierarquizado e assimétrico, com o dólar estadunidense assumindo

o papel de moeda-chave internacional no pós-guerra. Situação essa que se agravou a partir do fim do padrão-ouro, em 1971, quando os estadunidenses anunciaram que a sua moeda não seria mais lastreada em quantidades previamente definidas de ouro.

Ao anunciarem o abandono unilateral do padrão-ouro, os Estados Unidos reforçaram sua condição de *hegemon* do sistema financeiro internacional. Com o dólar fiduciário,<sup>9</sup> o sistema monetário internacional se tornou mais dependente das escolhas de políticas econômicas do país emissor da moeda-chave em nível mundial, o que intensificou a volatilidade dos fluxos de capitais em uma economia caracterizada pela subordinação dos sistemas produtivos à lógica financeira dos negócios.

Segundo Fritz, Paula e Prates (2016), as principais características do atual sistema monetário internacional são: o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; o regime de câmbio flutuante; e a livre mobilidade de capitais. Nesse sistema, a interação entre a moeda-chave fiduciária e o ambiente de alta mobilidade de capital impulsionou a integração dos mercados financeiros domésticos e as inovações financeiras (securitização, derivativos etc.), que resultaram no ambiente de globalização financeira, caracterizado por uma alta volatilidade – com os fluxos de capitais, taxas de câmbio, taxas de juros e preços dos ativos sujeitos a grandes flutuações de curto prazo – e um elevado grau de contágio.

Um sistema com tais características é altamente instável, com impactos profundos especialmente sobre as economias dos países periféricos. Afinal, se por um lado os agentes econômicos encontram maior facilidade para diversificar seus portfólios de investimentos, mantendo em suas car-

teiras ativos financeiros denominados em diferentes moedas, por outro lado esses mesmos agentes podem retirar com facilidade volumes expressivos de aplicações denominadas na moeda de um país que esteja sob ataque especulativo. E como as moedas emitidas por países periféricos apresentam liquidez menor do que a dos países centrais, são os países periféricos os que mais sofrem com os movimentos abruptos de entrada e saída de capitais, principalmente durante períodos de crise em que os agentes buscam aumentar a liquidez e reduzir o risco de suas aplicações.

Na atual hierarquia de moedas, uma moeda desempenha as três funções da moeda muito melhor que as outras em âmbito internacional: o dólar estadunidense é a moeda mais utilizada nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de conta e de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes diante das incertezas econômicas (reserva de valor).

Prates (2002) ressalta que as moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional, além de serem demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios de investidores internacionais. Nisso se distinguem das moedas dos países periféricos, que raramente são utilizadas em contratos internacionais e mantidas como ativos de reserva nos portfólios dos não residentes.

**Essa assimetria monetária se reflete em diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas. Nos níveis mais elevados da hierarquia estão os países centrais (com destaque para o emissor da moeda-chave internacional), que desfrutam de ampla autonomia para definir as taxas de juros dos seus títulos públicos de acordo**

9 Isto é, sem lastro em objetos físicos (como o ouro) que atestem o seu valor.

**com seus próprios interesses de desenvolvimento. No nível mais baixo estão os países periféricos. Por serem emissores de moedas de baixa procura internacional, os governos desses países precisam pagar, ao emitirem títulos públicos, taxas de juros superiores às praticadas pelos países centrais. Caso contrário, dificilmente os agentes econômicos terão interesse de manter tais títulos em seus portfólios.**

Caso o governo de um país periférico decida emitir títulos públicos com taxas de juros iguais ou inferiores às dos títulos do governo estadunidense, por exemplo, a tendência dos agentes econômicos (inclusive os residentes no próprio país periférico) será direcionar parcelas maiores dos seus investimentos para os títulos do governo estadunidense. Isso tenderá a provocar uma desvalorização da moeda do país periférico em relação ao dólar, com consequências possivelmente indesejáveis em termos de controle da inflação doméstica e manutenção do poder de compra real dos seus residentes.

Da mesma forma, quando as aplicações financeiras nos países centrais oferecem rendimentos mais modestos, os agentes econômicos se veem estimulados a direcionarem uma parcela maior dos seus investimentos para os países periféricos. É o que muitas vezes ocorre com os reinvestimentos de lucros de empresas sediadas nos países centrais, mas que possuem filiais em países periféricos.

No entanto, quando as autoridades monetárias dos países centrais decidem aumentar as taxas de juros referenciais das suas economias, ou ainda quando há um aumento da preferência pela liquidez (em função do aumento das incertezas na economia mundial, por exemplo), os agentes econômicos tendem a redirecionar para os países centrais investimentos que haviam sido diversificados para os países periféricos. Movimentos esses que ocorrem mui-

tas vezes de forma independente dos fundamentos macro e microeconômicos das economias dos países periféricos e dos balanços das suas empresas.

Desta maneira, segundo Prates (2002), são as assimetrias monetárias e financeiras vigentes no sistema monetário internacional que explicam não apenas a maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca aos fluxos de capitais, mas também a tendência desses países de se endividarem em moeda estrangeira e dolarizarem suas economias. Esses dois fatores resultariam, por sua vez, em descasamento de moedas e em feedbacks recíprocos entre as crises cambiais e bancárias, o que explicaria o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais.

**Logo, na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter os movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, são mais limitados do que nos países centrais os instrumentos que os países periféricos dispõem para exercerem plenamente a sua soberania monetária.**

Há que se ressaltar, no entanto, que a condição periférica não é imutável. Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável nas hierarquias internacionais de poder e de moedas, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.



## 6. Considerações Finais

Tendo em vista que a Constituição brasileira estabelece que o planejamento é determinante para o setor público e indicativo para o setor privado, torna-se fundamental entendermos as distinções entre as lógicas que orientam as finanças públicas e privadas.

Por isso, **buscamos demonstrar neste trabalho que: i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário; ii) governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem; e iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.**

Ressaltamos, no entanto, que isso não significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. Afinal, ao menos três restrições precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: i) as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

Sobre as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, argumentamos que a autorização legal para que determinado gasto público seja realizado pode ser entendida ao mesmo tempo como o menor e o maior dos problemas para o exercício da soberania monetária de um país.

É um problema de menor importância quando consideramos que basta o Parlamento autorizar a realização daquele gasto para que as autoridades monetária e fiscal adotem os procedimentos operacionais necessários para a criação do dinheiro. Por outro lado, esse problema deixa de ser trivial quando observamos que tais autorizações legislativas envolvem complexas disputas de poder acerca da mobilização dos recursos reais escassos necessários para a implementação das

políticas públicas, dentre os quais destacamos a força de trabalho, os recursos naturais, as tecnologias disponíveis e a capacidade de gestão.

Assim, ressaltamos que as restrições de gasto impostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

Sobre os riscos de aceleração da inflação, argumentamos que governos que se limitam a controlar a inflação pelo lado da demanda, manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, deixam de enfrentar as causas concretas dos aumentos de preços.

Daí a importância da ação governamental, visando controlar a inflação pelo lado da oferta, com atenção especial a três tipos de inflação de custos: a inflação de lucros, a inflação importada e a inflação de gargalos setoriais de oferta. Destacamos que isso pode ser feito do ponto de vista regulatório, por meio de estímulos tributários e/ou creditícios ou pela ação direta de empresas estatais e/ou paraestatais. Nesta perspectiva, ampliar os gastos públicos em atividades que contribuam para reduzir os custos de vida e de produção pode viabilizar o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que contribui para a estabilização do nível de preços.

Em relação às restrições externas, reconhecemos que diante das assimetrias de poder e monetárias vigentes no sistema monetário internacional, e na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter os movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, são mais limitados do que nos países centrais os instrumentos que países periféricos como o Brasil dispõem para exercerem plenamente a sua soberania monetária.

Pontuamos, no entanto, que a condição periférica não é imutável. Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável nas hierarquias internacionais de poder e de moedas, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais

diversificada e sofisticada tecnologicamente.

Ao que tudo indica, a segunda alternativa parece ser a mais adequada para um planejamento que seja determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Logo, torna-se fundamental reconhecermos que: i) o governo brasileiro é capaz de financiar as políticas públicas necessárias para assegurar o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República; e ii) o planejamento dos gastos públicos precisa considerar as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, os riscos de aceleração da inflação e as restrições externas.

## Referências

- BLANCHARD, O. **Macroeconomics**. Nova Jersey: Prentice Hall, 1997.
- DALTO, F.; GERIONI, E.; OZZIMOLO, J.; DECCACHE, D.; CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. London: Macmillan, 1978.
- \_\_\_\_\_. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.
- FIORI, J.L. **Formação, expansão e limites do poder global**. In FIORI, J.L. O Poder americano. Petrópolis: Ed. Vozes, 2007.
- \_\_\_\_\_. **História, estratégia e desenvolvimento: para uma geopolítica do capitalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.
- FRITZ, B.; PAULA, L.F.; PRATES, D. **Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista**. In: FERRARI FILHO, F.; TERRA, F.H.B.T. (Org.). Keynes: Ensaios sobre os 80 Anos da Teoria Geral. Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016, p. 177-202.
- KALECKI, M. **Political aspects of full employment**. The Political Quarterly, 1943.
- KELTON, S. **The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy**. New York: Public Affairs, 2020.
- KEYNES, J. M. **The Treatise on Money, II. The Applied Theory of Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1930, pp.189-367.
- \_\_\_\_\_. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. D. Moggridge (Ed). London: Macmillan, 1980.
- \_\_\_\_\_. **Activities 1941-46: Shaping the Post-War World, Bretton Woods and Reparations**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXVI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1944, pp. 1-238.

\_\_\_\_\_. **The general theory of employment, interest and money.** London: Harcourt, 1964.

LERNER, A. **Functional Finance and the Federal Debt.** Social Research, no. 10, 1943.

\_\_\_\_\_. **Money as a Creature of the State.** The American Economic Review, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association., pp. 312-317, 1947.

LINS, R. **Finanças Funcionais: A contribuição de Abba Lerner.** Rede MMT Brasil, 2021.

MALTHUS, T. R. **Princípios de economia política.** Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MATUS, C. **Política, planejamento & governo.** Brasília: Ipea, 1993.

\_\_\_\_\_. **O plano como aposta.** In: GIACOMONI, J.; PAGNUSSAT, J. (org.). Planejamento e Orçamento Governamental. Brasília: Enap, 2007.

MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável.** Osasco: Novo Século Editora, 2013.

MITCHELL, W.; WRAY, L. R.; WATTS, M. **Macroeconomics.** Macmillan/Red Globe Press, 2019.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real.** Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A. M.; PIMENTEL, D. **O Banco Central Ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro.** Texto para Discussão nº 17, 2020.

PRATES, D. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa.** Tese de doutorado. Universidade de Campinas, Instituto de Economia, 2002.

SAMUELSON, P. **The balanced budget myth.** Entrevista concedida a Mark Blaug, disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=4\\_pasHodJ-8](https://www.youtube.com/watch?v=4_pasHodJ-8). 1998.

SAY, J.B. **Tratado de economia política.** São Paulo: Abril Cultural. Coleção Os Economistas, 1983.

SISMONDI, S. **Nouvenax principes d’économie politique.** Paris: Delaunay, 1827.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: Fighting for Britain – 1937-1946.** London: Macmillan, v. 3, 2000.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços.** Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.

\_\_\_\_\_. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary.** University of Missouri-Kansas City, 2015.

# 7 A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento

*Ladislau Dowbor<sup>1</sup>*

*"A desigualdade é antes de tudo uma construção social, histórica e política"*

*(Thomas Piketty)<sup>2</sup>*

## Resumo

A revolução digital está tendo impactos tão profundos quanto em outra era teve a revolução industrial. O que chamamos de capitalismo tem as suas raízes na industrialização, que envolveu transformações tecnológicas, mas também relações sociais de produção, com o trabalho assalariado e o lucro do capitalista, além de um marco jurídico centrado na propriedade privada dos meios de produção.

Com a revolução digital, que envolve uma expansão radical das tecnologias, bem como a generalização da economia imaterial, a conectividade global, o dinheiro virtual e o trabalho precário, a própria base da sociedade capitalista se desloca. Em particular, a apropriação do produto social por minorias já não exige geração de emprego e produção de bens e serviços. Passa pela intermediação do dinheiro, do conhecimento, das comunicações. Onde dominava a fábrica hoje temos plataformas em escala planetária, que exploram não só as pessoas, por exemplo através do endividamento, mas também as próprias empresas produtivas através dos dividendos pagos a acionistas ausentes.

O presente artigo está centrado precisamente no que está mudando, naquilo que ainda chamamos de modo de produção capitalista. A atividade industrial permanece, sem dúvida, como permaneceu a atividade agrícola diante da revolução industrial, mas o eixo de dominação e controle já não está nas mãos dos capitães da indústria, está nas mãos dos gigantes financeiros como Blackrock, de plataformas de comunicação como Alphabet, de ferramentas de manipulação como Facebook, de intermediários comerciais como Amazon – e do próprio processo de financeirização que tais agentes engendram.

O mecanismo de apropriação do excedente social mudou, e com isso mudou a própria natureza do sistema. Estamos no meio de uma transformação profunda da sociedade, nas suas dimensões econômicas, sociais, políticas e culturais, gerando o que tem sido chamado de crise civilizatória. Estamos transitando para outro modo de produção, e o presente artigo detalha os novos mecanismos, sem deixar de apontar para algumas alternativas de enfrentamento e superação.

---

1 Ladislau Dowbor é economista, professor titular da PUC-SP, autor de numerosos livros, artigos e estudos técnicos, disponíveis gratuitamente online no site [www.dowbor.org](http://www.dowbor.org)

2 Thomas Piketty, *Histoire de l'égalité*, 2021, p. 20 «L'inégalité est avant tout une construction sociale, historique et politique.



## 1. Introdução

A desigualdade é o principal desafio estrutural da sociedade brasileira, e os caminhos que temos pela frente, para a retomada do desenvolvimento, envolvem o seu enfrentamento. Isso exige repensar o papel do Estado e também o conjunto da organização econômica e social. No Brasil não faltam recursos, mas são canalizados para elites improdutivas, e administrados de forma absurda. A financeirização é hoje um desafio mundial, mas no Brasil atingiu dimensões grotescas. O presente artigo analisa os mecanismos básicos da deformação que trava o país, e aponta caminhos. Não há soluções administrativas se não enfrentamos o principal desafio político, que é o das formas de produção, distribuição e apropriação dos recursos da sociedade, pela sociedade.

Em diversas eras e sociedades, a apropriação do produto social por minorias sempre esteve no centro da organização da sociedade como um todo. O ponto de partida é a própria existência do excedente social. Quando a produtividade de uma sociedade se eleva, permitindo que se produza mais do que o básico necessário para as famílias, aparecem elites que reivindicam, por alguma razão, e com justificativas mais ou menos duvidosas, o direito a ter mais do que os outros, apropriando-se do produto de terceiros.

No modo de produção escravagista, apropriavam-se do que produziam os escravos, uma apropriação baseada na força, e explicada como legítima propriedade de pessoas. Quando Lincoln consegue que se aprove, no século 19, o fim da escravidão, não se indenizaram os escravos, e sim os donos de escravos, por perderem “propriedade”. Sempre houve explicações, que hoje chamamos de narrativas, para justificar o absurdo: eram pretos, ou selvagens, ou não teriam alma, como se dizia na época, ou ainda foram capturados em “guerra justa”,

como também se dizia. O essencial era que produzissem um excedente, que permitia o luxo dos proprietários e o financiamento da repressão aos numerosos levantes. Era o modo de produção escravagista, injusto, mas estável, que durou muitos séculos, inclusive com leis que regiam o sistema da propriedade de seres humanos e religiões que as sacramentavam. A razão do mais forte é sempre a mais justa.

No sistema feudal, elites se apropriaram da terra, base de qualquer economia antes que surgissem as máquinas. Os senhores feudais, por razões diversas, mas essencialmente por disporem de armas e fortificações, em luta uns com os outros, terminavam por delimitar os feudos, sendo que a população rural que vivia nas terras não seria propriedade do aristocrata, mas seria sim regida por sistemas complexos de obrigações que proibiam que deixassem o feudo. Os homens eram servos, serviam. O excedente produzido era apropriado, na idade média e em grande parte da renascença – na Rússia até 1917 – pelos “senhores”. Os trabalhadores da terra eram obrigados a ceder aos aristocratas grande parte da sua produção, riqueza que permitia que o nobre tivesse um castelo, vivesse com luxo, e pudesse pagar a tropa que assegurava que o sistema se mantivesse.

Aqui também houve inúmeras revoltas e repressões. Parte do excedente servia também para sustentar os conventos, numa religião que, a partir do século IV, se alia aos poderosos, e justificava o sistema como vontade divina. As leis asseguravam a coerência do sistema, as regras do jogo, por assim dizer, inclusive, por exemplo, na Europa, o *jus primae noctis*, que dava ao aristocrata o direito de se apropriar da primeira noite de casamento de uma camponesa. Os poderosos gostam da legalidade, conquanto sejam eles a fazer as leis. E para os que as contestavam havia também a inquisição e outros sistemas repressivos. De toda forma, era um modo de produção,

também durou séculos, definido por uma base econômica, a terra, relações sociais de produção, a servidão, e formas de extração do excedente sob a forma de imposições de diversos tipos. O conjunto era regido por regras, em boa parte respeitadas. A apropriação do excedente era baseada nas leis, justificadas pelo sangue azul dos nobres, sancionada pela igreja com narrativas, e garantida pela repressão militar. Os bailes de Versalhes ou de Viena tinham de ser financiados por alguém. Witold Kula, um historiador polonês, escreveu para o sistema feudal o que Marx escreveu para o sistema capitalista. Era um sistema, um modo de produção.

Ainda que os dois sistemas que mencionamos acima, o escravagista e o feudal, nos pareçam hoje historicamente distantes, precisamos lembrar que a escravidão no Brasil existiu até o fim do século 19, nos Estados Unidos até a Guerra de Secessão, que a exploração das populações colonizadas era geral e durou até meados do século passado, e que o sistema de *apartheid* durou até ontem na África do Sul e perdura ainda na Palestina. Nem os Estados Unidos nem o Brasil lograram ainda absorver e ultrapassar a opressão e as desigualdades herdadas do passado escravagista, a África enfrenta penosamente a reconstrução necessária. O passado não é assim tão distante. É um rabo longo que demora a passar. Em muitas nações erigidas em países, ainda é estruturalmente decisivo.

O modo de produção capitalista nos aparece com outro nível de legitimidade. Na base da transformação esteve o avanço científico, a revolução energética, o aumento da produtividade e, portanto, a possibilidade de gerar um ciclo sustentado de enriquecimento social. O *Liberté, Egalité, Fraternité* da revolução francesa ecoou pelo mundo. Com o Iluminismo, a busca dos valores na sociedade passara a abrir frestas no obscurantismo, reduzira-se o número de mulheres queimadas como

bruxas ("não permitirás que as bruxas vivam" instrui a bíblia, Exodus 22:18), geraram-se a visão de enriquecimento como fruto legítimo do esforço, e o conceito do mérito como virtude. A narrativa evoluiu. O trabalhador passou a ter a liberdade de pedir emprego e de ser explorado. A revolução industrial trouxe outro nível de produtividade, aumentou a prosperidade, mas não para todos. Um avanço, sem dúvida, e o mecanismo de exploração evolui, mas se mantém, as narrativas mudam, e a repressão se moderniza. Em particular, a exploração e a violência mais direta se deslocam para o Sul.

No estudo *A Formação do Terceiro Mundo* apresentamos a dimensão global que o capitalismo adquire, em que a industrialização da Inglaterra, sistema bem capitalista, se apoiou na reprodução da escravidão nos Estados Unidos e outros países que lhe forneciam matéria prima. O capitalismo do império britânico não teve reticências em usar de escravidão, trabalho forçado e massacres em diversas partes do mundo, e hoje assistimos impressionados a Inglaterra se desculpando pelo que fez na Índia e tantos outros países, a França pedindo desculpas a países africanos pelas violências do passado, os Estados Unidos pelo que fizeram no Irã. Daqui a alguns anos irão se desculpar pelo que fizeram no Afeganistão. Lembremos que a Bélgica, no Congo, foi responsável por milhões de mortes, processo documentado no estudo *O Fantasma do Rei Leopoldo*. A prosperidade dos países hoje ricos não se deve apenas à produtividade e racionalidade do sistema capitalista. A *fraternité* tem claros limites. Muitos até hoje não se dão conta dos subsistemas primitivos em que se apoiou o chamado liberalismo capitalista. O Brasil contribuiu muito.

Em termos gerais, o sistema capitalista dos países ricos se baseou em articulações com sistemas pré-capitalistas nos países colonizados ou simplesmente dependen-

tes. Samir Amin, em livro clássico, chamou corretamente este sistema de “acumulação do capital em escala mundial”. Essa dimensão da acumulação permitiu uma apropriação do excedente, por meio da exploração dos trabalhadores e apropriação da mais valia nos países centrais, mas também por meio da exploração colonial direta ou a troca desigual, com a narrativa de trazer a civilização aos povos primitivos, e evidentemente com a força militar. A religião, frequentemente, aqui também serviu de bálsamo civilizatório. Isso foi ontem, meus anos de universidade eram contemporâneos com as lutas de libertação nas colônias. Hoje temos países independentes, que podem decidir livremente por quem serão explorados, se por sistemas de endividamento ou de troca desigual, ou ambos. A exploração muda de forma, as narrativas atualizam o discurso, o controle militar se torna mais sofisticado. Mas estamos sempre servindo às elites.

## 2. O Equilíbrio Precário: produzir para quem?

Essa pequena retrospectiva introdutória nos ajuda a lembrar a que ponto a barbárie que hoje nos chocaria – a escravidão, a servidão, o colonialismo, o apartheid – ainda é próxima, e a que ponto sobrevive e penetra em nosso cotidiano. Basta olhar a cor das pessoas nas nossas favelas ou nos bairros das periferias urbanas e nas prisões nos Estados Unidos.

Também devemos atentar para o impacto que têm as diversas formas de organização dos países em desenvolvimento, não só porque seguem em grande parte especializados em produtos primários, o que trava a modernização, mas porque quem exporta precisa da mão de obra apenas para o trabalho, não para o consumo: o produto vai para o mercado externo, e o consumo das elites é em boa parte garantido por produtos importados. Para quem produz para o mercado externo, e importa os produtos

acabados, não é indispensável o poder de consumo dos seus trabalhadores. Em pleno século XXI no Brasil, a reprimarização gera o mesmo desprezo pela elevação da capacidade de consumo da população.

A miséria impressionante dos trabalhadores, coisa que vemos até hoje no que chamamos de países em desenvolvimento, mesmo com tecnologias as mais avançadas, resulta dessa forma de acumulação de capital, em que dinamizar a capacidade de compra da base da sociedade não é essencial, pois o ciclo de acumulação se fecha no exterior. Assim que há modernização tecnológica, mas com pouca transformação das relações sociais, perpetuando a desigualdade. É a herança social da relação Norte-Sul.

O leitor interessado nesse mecanismo poderá consultar o meu *Formação do Capitalismo no Brasil*. A ideia essencial, que tive oportunidade de discutir tanto com Samir Amin como com Caio Prado Júnior, é que o ciclo de reprodução do capital dos países pobres se fecha no exterior, e a troca desigual e o endividamento asseguram o resto. A modernidade tecnológica convive sem problemas com exploração em grande medida pré-histórica.

Nos próprios países industrializados, no chamado Ocidente que representa cerca de 15% da população mundial, a tensão entre aumentar a exploração e assegurar a capacidade de compra da população se colocou com força. Foi preciso o mundo capitalista dominante enfrentar a crise de 1929 para que se tomasse consciência de que não basta produzir, é preciso assegurar o consumo, para fechar o ciclo de acumulação de capital. As exportações para os países mais pobres, em troca das matérias primas, não seriam suficientes, e o *New Deal* de Roosevelt tem na sua essência a geração, por meio do Estado, de maior capacidade de compra por parte da população em geral. Sherwood, que escrevia os discursos de Roosevelt, detalhou o

programa em brilhante livro, *Roosevelt and Hopkins*. Hopkins foi importante na execução do *New Deal*.

A Guerra de Secessão, nos anos 1860, além da libertação dos escravos, tinha rompido o ciclo colonial do algodão, trocado por importações britânicas, interiorizando o ciclo de reprodução de capital, nas novas relações entre o nordeste industrial e o sul produtor de matéria prima. Mas foi o *New Deal* que gerou uma incorporação ampla da população americana na prosperidade. O consumo na base da sociedade, financiado inicialmente pelo Estado, gerou demanda, logo redução dos estoques acumulados nas empresas, e em seguida a retomada da produção, então aumento do emprego, gerando ainda mais demanda, permitindo um ciclo de acumulação do capital desta vez de forma equilibrada.

Entre os aportes de Keynes, que demonstrou a necessidade de se assegurar a demanda agregada, o impacto do sucesso do *New Deal*, e o bom senso de um Henry Ford afirmando que bons salários eram necessários para que os seus carros fossem comprados, abriu-se uma nova visão, a do *Welfare State*, Estado de Bem-Estar. Não se podia mais dizer que os trabalhadores só teriam a perder suas cadeias. Por uma vez, e em particular durante os 30 anos “gloriosos” do pós-guerra, tivemos uma dinâmica impressionante nos países ricos, com o equilíbrio da capacidade de produção e da demanda social, da dinâmica empresarial e do investimento público. Em termos políticos, gerou-se a socialdemocracia.

Lembremos, uma vez mais, que para uma economia exportadora de bens primários que importa bens industrializados, o mercado está no exterior, expandir os empregos e aumentar os salários dos trabalhadores não seriam prioridades. Angola exporta petróleo e importa bens de consumo para as elites. Na América Latina, quando se tenta democratizar a economia, voltam ditaduras. Podemos ter democracia, con-

quanto não a usemos: o resultado é democracia política formal, o voto, sem a democracia econômica.

A pandemia apenas veio escancarar a fratura econômica, política e social. No Brasil, hoje um dos maiores exportadores de produtos agrícolas do mundo, temos 19 milhões de pessoas que passam fome, e 116 milhões em situação de insegurança alimentar, em pleno 2021. Com um andar acima em termos de tecnologia e de volumes de extração, chegamos a um novo tipo de tecno-colonialismo. Com algumas exceções, tais quais a China e alguns outros tigres asiáticos, a fratura planetária do capitalismo se tecnifica, mas se aprofunda.

O que fazer?

### **3. Estado, Empresa e Sociedade Civil**

Na realidade, como nos lembra Mariana Mazzucato no seu excelente *O Estado Empreendedor*, a dinâmica dos anos gloriosos do pós-guerra foi fruto da forte participação das iniciativas públicas. Por um lado, porque o Estado assegurou um sistema tributário progressivo que permitia manter um razoável equilíbrio social, por meio de um conjunto de políticas redistributivas. Por outro lado, o Estado assumiu uma série de políticas como executor, em particular expandindo o acesso gratuito e universal aos serviços de saúde, à educação, à segurança, às infraestruturas básicas e outros setores, que tanto melhoraram o bem-estar das famílias, com o acesso aos bens e serviços de consumo coletivo, como melhoraram a produtividade da economia ao expandir infraestruturas como transporte, energia, telecomunicações, água e saneamento básico, investimentos esses que facilitam muito o funcionamento das próprias empresas privadas. Os sistemas públicos de pesquisa, que podem se dar ao luxo de desenvolver a chamada pesquisa fundamental, trouxeram as principais inovações científicas, desde o DNA até os microprocessadores, a internet e tantas



outras transformações tecnológicas. Até a telinha do celular que podemos manipular com um dedo resulta de pesquisa em instituições públicas, ainda que para nós apareça como Samsung ou Apple. O Estado não foi o problema, foi parte muito importante das soluções.

As organizações da sociedade civil, tanto sindicatos como inúmeras organizações não-governamentais, complementaram o equilíbrio do conjunto, o que poderíamos chamar de arquitetura social, processo decisório equilibrado pela convergência organizada dos diferentes interesses. Essa dimensão muito subestimada do equilíbrio político geral é essencial. Setores que se agigantaram na sociedade, como saúde, educação, segurança e outras políticas sociais não se colocam nas prateleiras de supermercados, são serviços capilares que têm de chegar a cada criança, a cada pessoa, em cada rua, de maneira diferenciada e personalizada, exigindo gestão descentralizada e participativa. A sociedade organizada na base é essencial para o sistema funcionar. O sueco médio participa de 4 organizações não governamentais, acompanha a escola do bairro, as políticas ambientais, o orçamento da cidade. Kroeber, no seu excelente *China's Economy*, constata que a China é ainda mais descentralizada do que a Suécia. Democracia resumida ao voto é uma construção frágil.

Este modelo de acumulação de capital, com um razoável equilíbrio do Estado, das empresas e da sociedade civil, em que pesem as desigualdades e em particular os dramas dos países em desenvolvimento, representou um modelo de acumulação de capital dinâmico e que ainda povoa o nosso imaginário quando falamos de capitalismo, do modo de produção capitalista. Mas o capitalismo que hoje predomina mudou, e não dá muita importância às nossas saudades. O essencial, ao examinarmos as transformações em curso, é que o capitalismo da fase socialdemocrata explorava

os trabalhadores, mas para explorar um trabalhador precisaria pelo menos assegurar-lhe um emprego: é o condicionamento e limitação da mais valia extraída por baixos salários. Por outro lado, para ter para quem vender os produtos, cujo volume se expandia com as novas tecnologias, precisaria limitar a exploração, assegurar salários mais decentes e políticas sociais, e gerar empregos.

Nesse modelo de acumulação, portanto, a apropriação do excedente social pelas elites encontrava limites, tanto pela forma de geração de mais valia, baseada na exploração salarial, como pela necessidade de manter uma elevada demanda agregada, para ter para quem vender. Seria realista também lembrar que a presença de um urso poderoso no Leste tendia a tornar os capitalistas mais flexíveis em termos políticos. Tudo isso iria mudar, levando a um deslocamento profundo no cerne do modo capitalista de produção, que é o mecanismo de acumulação do capital, a forma de geração e de apropriação do excedente social.

Os “trinta anos gloriosos” do pós-guerra foram um sucesso, limitado aos hoje países desenvolvidos, e duraram, precisamente, apenas 30 anos. Os capitalistas se apropriaram da glória do sucesso, proclamando o livre-mercado, a propriedade privada e a livre-iniciativa como solução definitiva para a humanidade. *There is No Alternative (TINA)*, proclamou Margareth Thatcher. O Estado não é a solução, o Estado é o problema, ecoou Ronald Reagan. Milton Friedman daria um lustro acadêmico com a profundidade do *The Business of Business is Business*, os especuladores de Wall Street passaram a repetir em todo fechamento da Bolsa o seu *Greed is Good*. Os economistas montaram inúmeros modelos, baseados na simplificação de que não há sociedade, e sim indivíduos, e de que os indivíduos podem ser simplificados como maximizadores de vantagens individuais, tornando-se

previsíveis. A economia política virou "ciência econômica". Nascia o neoliberalismo. Robert Reich resume: *"A economia migrou de produzir coisas para produzir instrumentos financeiros. Empreendedores de produtos foram substituídos por empreendedores financeiros."*<sup>3</sup> O capitalismo hoje navega na lembrança de um passado que funcionou, mas é passado, legitimidade emprestada.

#### 4. O Capitalismo Financeiro

A fase do capitalismo razoavelmente equilibrado, nos países ricos, tanto com o New Deal dos Estados Unidos desde os anos 1930, como de maneira mais generalizada no pós-guerra, caracterizando o Estado de bem-estar, encerra-se praticamente no final dos anos 1970, com a evolução muito acelerada para o hoje chamado neoliberalismo. Aqui nos interessa a mudança no cerne do sistema, que é o mecanismo de apropriação do excedente social. Na fase anterior, o capitalista, para enriquecer, precisava pelo menos produzir e gerar empregos, e inclusive pagar impostos, o que enriquecia a sociedade.

Na fase que se inaugura no final dos anos 1970, o capitalista descobre que os mecanismos financeiros podem lhe garantir enriquecimento com muito menos esforço, e sem tantos constrangimentos. Desta maneira, os quarenta anos seguintes do capitalismo se caracterizam por um aumen-

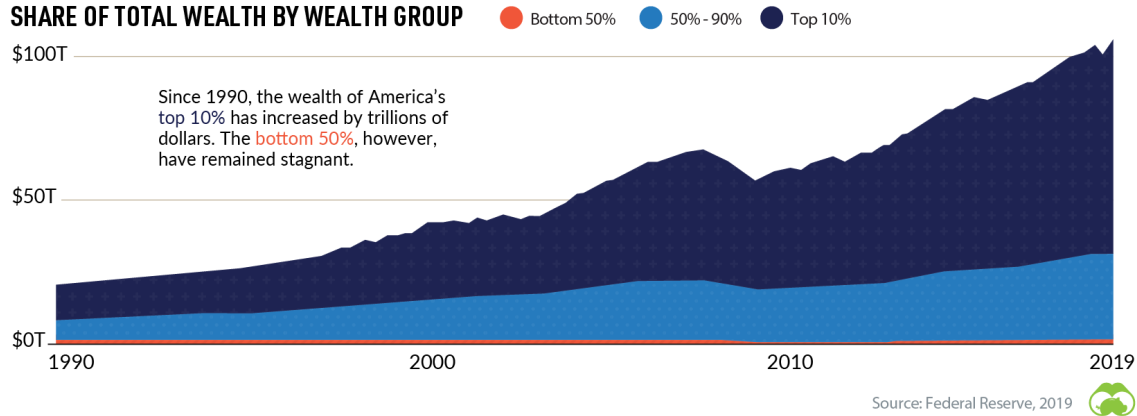
to radical da desigualdade, uma explosão de fortunas no topo da pirâmide social, e um ritmo muito fraco de crescimento real, apesar dos impressionantes avanços tecnológicos. O contraste destas mudanças estruturais é significativo, pois os avanços tecnológicos, possibilitando o aumento da produtividade, deveriam permitir tanto a aceleração do crescimento como o aumento geral da prosperidade.

O gráfico que segue apresenta a evolução do acesso à riqueza nos Estados Unidos. Os anos 80, como sabemos, foram considerados como "a década perdida", mas o capitalismo dominante estava se orientando para novas formas de acumulação, centradas no capital financeiro. Em tom escuro, vemos a acumulação extraordinária de riqueza pelos 10% mais ricos, no tom mais claro a evolução dos 50% a 90% que constituem aproximadamente a classe média, e a linha milimétrica e estagnante na base do gráfico mostra a paralisia econômica dos 50% mais pobres da população. São 30 anos de acumulação radicalmente desigual, contrastando com a fase do pós-guerra. Não é misterioso que a base da sociedade norte-americana, que nas últimas décadas, com democratas ou republicanos, se viu excluída do processo econômico, tivesse aderido com tanta força à política do ódio, à anti-política.

---

3 Robert Reich - *The System: who rigged it, how we fix it* - Alfred A. Knopf, New York, 2020 - p.31 - "The economy turned from making things to making financial instruments. Product entrepreneurs were replaced by financial entrepreneurs."

## SHARE OF TOTAL WEALTH BY WEALTH GROUP



Fonte: <https://www.visualcapitalist.com/5-undeniable-long-term-trends-shaping-societys-future/>

A pandemia escancarou o processo, na medida em que o contraste entre a paralisia das economias e o crescimento acelerado das fortunas tornou óbvio que o modelo de acumulação se tornara disfuncional. Mas a transformação se dá desde os anos 1980. Thomas Piketty traz os dados da World Inequality Database (WID): *“Os tempos têm sido particularmente acelerados para os que estão mesmo no topo nos Estados Unidos, com a renda anual explodindo em 205% desde 1980 para o 1% superior, e em 636% para o 0,001% superior.”*<sup>4</sup> São dados absolutamente explosivos, sem relação com o ritmo de expansão da produção de bens e serviços, de apenas alguns pontos percentuais. Trata-se de um enriquecimento em ritmo muito mais elevado do que o que permitia a exploração do trabalhador, no quadro da tradicional mais-valia. Piketty deixa isso claro, no mesmo texto: *“A importância crescente da renda derivada do capital – e a crescente concentração de riqueza – têm sido vetores chave da desigualdade. Os ricos estão ficando mais velhos, e uma parte crescente da sua renda provém da propriedade de capital passivo em vez de trabalho ativo.”*

Importante aqui é que Piketty se refere à “renda que provém da propriedade de capi-

tal passivo e não do trabalho ativo”, o que é profundamente diferente de lucro que provém da reprodução ampliada do capital, de empresas produtoras de bens e serviços, que geram valor superior aos seus custos, em particular explorando a mão de obra. Aqui, trata-se de “renda derivada de capital passivo”, com o ‘capital’ entendido como recurso financeiro aplicado em produtos financeiros, rendendo juros e dividendos sem o aporte produtivo correspondente. No ciclo de reprodução de capital que conhecemos, dinheiro que gera processos produtivos, que por sua vez geram mais dinheiro, no clássico  $D - P - D'$ ,<sup>5</sup> o P tornou-se desnecessário para essa classe de capitalistas. David Harvey escreve com razão que se trata de patrimônio, não de capital, na medida em que não são recursos que giram e se ampliam no processo de acumulação de capital. ‘Capital passivo’ não é capital, mais bem ‘capital fictício’ como o chamava Marx.

Só o crescimento exponencial de enriquecimento por mecanismos financeiros poderia assegurar este nível de enriquecimento no topo, sem base produtiva correspondente. O *Inequality.org* mostra, por exemplo, que em 2020 a riqueza acumulada da metade mais pobre da população americana era de

4 Guardian, December 14, 2017 – Thomas Piketty et al., launching the World Inequality Report - <https://www.theguardian.com/inequality/2017/dec/14/inequality-is-not-inevitable-but-the-us-experiment-is-a-recipe-for-divergence>

5 A saber: D = dinheiro/capital; P = produção (de bens e serviços).

US\$1,1 trilhão, enquanto 719 bilionários detêm US\$4,56 mais de quatro vezes mais. São 719 pessoas. O número de bilionários no mundo, em 2020, pulou de 660 para 2.750. Os 20 indivíduos mais ricos no mundo detêm mais riqueza que toda a metade inferior da humanidade.<sup>6</sup> Lembremos que o crescimento anual efetivo da produção de bens e serviços no mundo é da ordem de 2,5%. Se tirarmos a China é menos ainda.

A apropriação do excedente social por minorias improdutivas, como vimos, existiu em diversas épocas e com diferentes formas de organização social, mas volta hoje com uma escala e um ritmo de enriquecimento novos. Não é nova a exploração da sociedade por improdutivos, mas sim o fato do processo ter atingido dimensões que transformam o conjunto da sociedade. Quando empresários, que poderiam investir na produção, constatarem que é mais lucrativo investir em produtos financeiros, ou lucrar com mais dividendos sobre ações que eles mesmos recomparam, é a base mesma da acumulação de riqueza que se desloca. Não mais o capitalismo de fortunas merecidas, na medida em que geravam mais produtos e crescimento econômico: trata-se de rentismo.

Oren Cass, diretor executivo do *thinktank* conservador American Compass, se refere

às empresas que adotam o sistema como *"Eroders"*, que geram uma erosão do próprio sistema produtivo. *"Um eroder é um tipo estranho de empresa que parece consumir os seus próprios órgãos para o benefício de curto prazo dos seus acionistas. Ainda que nem todas as empresas entrem nessa categoria, a grande maioria o faz, representando 90% da capitalização de mercado do último meio-século."* Essa erosão, segundo Cass, *"representa uma grave ameaça à prosperidade futura da América."* Não é só no Brasil que ocorre a desindustrialização, contraface da financeirização estéril ou usurária.

*"O problema – escreve Oren Cass – aparece quando o setor financeiro deixa de servir a economia real e ao invés disso a economia real passa a servir ao setor financeiro...Os ativos da economia real tornam-se apenas o meio que o setor financeiro usa para desenvolver uma variedade de atividades não-investidoras (non-investment activities) para o seu próprio lucro...Empresas que não investem em si mesmas estão travando a sua própria produtividade, o que implica em salários mais baixos para os seus trabalhadores. Pagamentos massivos para os acionistas beneficiam essencialmente (overwhelmingly) os ricos, que são donos da maior parte do dinheiro no mercado de ações."*<sup>8</sup>

---

6 Inequality.org – April 19, 2021 – "\$1.1 trillion is the current combined wealth of the 165 million Americans in the nation's poorest half. The nation's 719 billionaires now hold \$4.56 trillion in wealth, over four times as much... The worldwide billionaire population, meanwhile, has leaped by 660 over the past year, to over 2,750. The world's 20 richest individuals now hold more wealth than the entire bottom half of humanity." <https://mail.google.com/mail/u/0/?zx=iymwzkbf36ps#inbox>

7 Oren Cass, *The corporate erosion of capitalism*: "An Eroder is a strange type of firm that seems to harvest its own organs for its shareholders' short-term benefit. While not all firms fit these categories, the vast majority do, accounting for 90% of market capitalization over the past half century." <https://americancompass.org/essays/the-corporate-erosion-of-capitalism/>

8 Oren Cass - Washington Post, April 2, 2021 - "The problem arises when the financial sector stops serving the real economy and instead the real economy serves the financial sector," Oren Cass said. "The assets in the real economy become merely the medium that the financial sector uses to conduct a variety of non-investment activities for its own profit..." Cass, however, views declining business investment as a driver of many of the ills facing the American economy today. Companies that don't invest in themselves are hindering their own productivity, which means lower wages for their workers. Massive shareholder payouts overwhelmingly benefit the rich, who own most of the money in the stock market" [https://www.washingtonpost.com/business/2021/04/02/wall-streets-fixation-quick-profits-wreaking-havoc-real-economy-report-says/?utm\\_campaign=wp\\_post\\_most&utm\\_medium=email&utm\\_source=newsletter&wpisrc=nl\\_most&carta-url=https%3A%2F%2Fs2.washingtonpost.com%2Fcar-ln-tr%2F31937e5%2F60673e869d2fda1e56de9123%2F597717059bbc0f6826c041ab%2F46%2F68%2F60673e869d2fda1e56](https://www.washingtonpost.com/business/2021/04/02/wall-streets-fixation-quick-profits-wreaking-havoc-real-economy-report-says/?utm_campaign=wp_post_most&utm_medium=email&utm_source=newsletter&wpisrc=nl_most&carta-url=https%3A%2F%2Fs2.washingtonpost.com%2Fcar-ln-tr%2F31937e5%2F60673e869d2fda1e56de9123%2F597717059bbc0f6826c041ab%2F46%2F68%2F60673e869d2fda1e56)



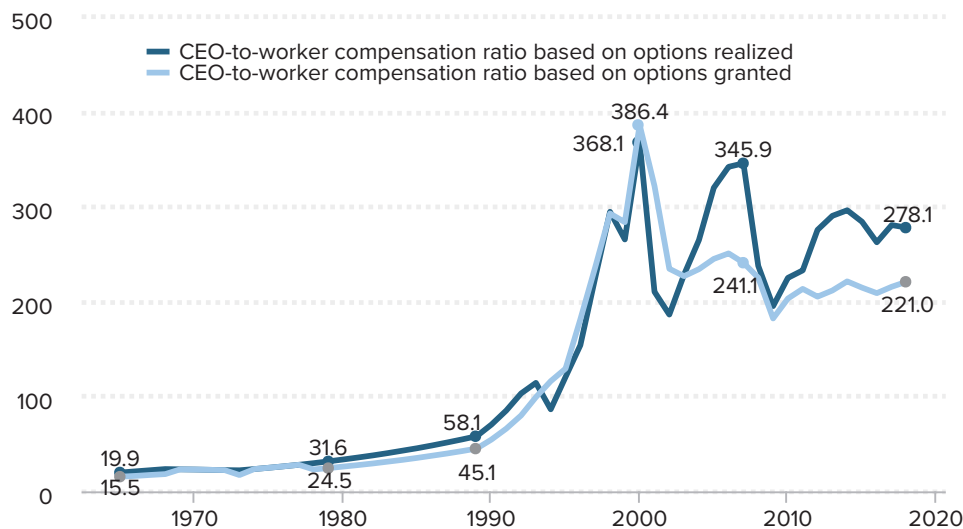
A visão de *eroder*, do capitalista que drena a própria capacidade produtiva da empresa, se aproxima muito do conceito de *parasita* que mata o próprio hospedeiro, o *killing the host*, de Michael Hudson: “Essas dinâmicas são diferentes das que regem o capitalismo industrial, e na realidade solapam a economia industrial ao desviar recursos dela para pagar ao setor financeiro e aos seus clientes rentistas.”<sup>9</sup> No Brasil, o exemplo da Samarco, que preferiu privilegiar o pagamento de dividendos aos acionistas e bônus aos executivos do que melhorar a barragem, é neste sentido muito claro. Como a remuneração dos executivos é diretamente ligada aos dividendos repassados aos acionistas, que são do Brasil, mas também de qualquer parte do mundo, nos chamados “mercados”, gera-se uma solidariedade entre os dois níveis, acionistas e executivos, no sentido de maximizar a dinâmica extrativa. O resultado é o prejuízo da própria empresa, na sua ca-

pacidade produtiva, e aumento de riqueza financeira, que no caso deixa de ser capital, e se torna patrimônio. O rentista moderno gosta de se qualificar de capitalista, mas é mais próximo do Mercador de Veneza do que do Capitão de Indústria do século passado.

A mudança da orientação do processo decisório nas empresas produtivas é, para tanto, essencial. A convergência de interesses entre acionistas que recebem dividendos extorsivos, e os executivos das empresas, leva a uma explosão dos níveis de remuneração dos dirigentes empresariais, às custas dos trabalhadores, mas também às custas da capacidade de investimento produtivo das próprias empresas. No gráfico abaixo, vemos que enquanto nos anos 1970 a remuneração dos executivos americanos estava na faixa de 20 vezes o salário médio dos empregados, chega a ser 278,1 vezes superior no período mais recente.<sup>10</sup>

## CEOs make 278 times more than typical workers

CEO-to-worker compensation ratio, 1965–2018



de9123

9 Michael Hudson, março 2021 – “These dynamics are different from those of industrial capitalism, and indeed undercut the industrial economy by diverting income from it to pay the financial sector and its rentier clients.” <https://michael-hudson.com/2021/01/the-rentier-resurgence-and-takeover-finance-capitalism-vs-industrial-capitalism/> <https://outraspalavras.net/crise-civilizatoria/ocidente-diz-adeus-ao-capitalismo-industrial/>

10 Lawrence Mishel and Julia Wolfe - Economic Policy Institute – Executive pay - August 14, 2019 – CEO compensation has grown 940% since 1978 - Typical worker compensation has risen only 12% during that time - <https://www.epi.org/publication/executive-pay-2019/>

Marjorie Kelly e Ted Howard chamam este sistema de economia extrativa: “A nossa economia é ‘do 1%, pelo 1% e para o 1%’ como o apresentou Joseph Stiglitz. No seu centro está o que nós, como coautores, chamamos de ‘viés de capital’ (capital bias), um favoritismo relativamente aos donos de finanças e de riqueza que penetra invisivelmente por todo o sistema. Podemos chamá-lo de economia extrativa (extractive economy), pois está desenhado para assegurar que a elite financeira possa extrair o máximo de ganhos para si, em qualquer parte do globo, sem atenção para o prejuízo causado para trabalhadores, comunidades, e o meio ambiente.”<sup>11</sup> Não são investidores no sentido tradicional, produtivo, são “speculative investors” nos termos dos autores, “que detêm ações por minutos e assumem direitos de proprietários”.

Michael Hudson foca precisamente esta dimensão de travamento da produção e em particular da indústria: “Marx e muitos dos reformadores menos radicais que lhe foram contemporâneos viam o papel histórico do capitalismo industrial como sendo o de remover a herança do feudalismo – os latifundiários, banqueiros e monopolistas que extraíam renda econômica sem produzir valor real. Mas aquele movimento de reforma fracassou. Hoje o setor das Finanças, Seguros e Imobiliário (Finance, Insurance, Real Estate, FIRE) recuperou o controle do governo, criando economias neo-rentistas. O objetivo deste capitalismo financeiro pós-industrial é o oposto daquele do capitalismo industrial bem conhecido dos economistas do século XIX. Ele busca riqueza primariamente através da extração de renda econômica, não da formação de capital industrial. O favoritismo fiscal para o imobiliário, a privatização do

petróleo e da extração mineral, a banca e os monopólios de infraestrutura aumentam o custo de vida e de fazer negócios. O trabalho está sendo explorado crescentemente pela dívida junto aos bancos, dívida estudantil, dívida do cartão de crédito, ao passo que a habitação e outros preços são inflacionados com o crédito, deixando menos rendimentos para gastar em bens e serviços quando economias sofrem deflação da dívida.”<sup>12</sup>

Apresentamos essa citação mais longa do Michael Hudson, porque explicita um ponto essencial do presente artigo: uma coisa é constatar a desigualdade explosiva, o aumento radical da apropriação de riqueza no topo da pirâmide. Outra, é quando constatamos que o enriquecimento resulta apenas parcialmente de atividades produtivas, e constitui essencialmente uma apropriação por mecanismos financeiros. Repetindo, ‘ele busca riqueza primariamente através da extração de renda econômica, não da formação de capital industrial.’ Trata-se precisamente de ‘renda’, que resulta do *rentismo improdutivo*, conceito que não se encontra no Aurélio e que apenas começa a aparecer na literatura econômica brasileira, mas a distinção é essencial: ‘renda’ aqui é equivalente a ‘rent’ em inglês (e não *income*) ou ‘rente’ em francês (e não *revenu*). Um capitalismo que reinveste apenas marginalmente na reprodução ampliada do capital, desviando o essencial dos recursos para a ampliação de fortunas pessoas improdutivas, ainda é o mesmo sistema?

## 5. O Rentismo se torna dominante

Estamos acostumados a chamar de ‘capital’ todo valor acumulado, incluindo casas, fábricas, ações, e diversos tipos de papeis financeiros. Mas o conceito de capitalismo

---

[www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/](http://www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/)

11 Marjorie Kelly and Ted Howard, *The Making of a Democratic Economy*, B-K, Oakland, 2019, p. 5

12 Michael Hudson - *O ocidente diz adeus ao capitalismo industrial*, Outras Palavras, 2021 - <https://dowbor.org/2021/03/o-ocidente-diz-adeus-ao-capitalismo-industrial.html> e <http://aepet.org.br/w3/index.php/conteudo-geral/item/5794-ressurgimento-rentista-e-tomada-de-controle-capitalismo-financeiro-vs-capitalismo-industrial-1>

está baseado na sua inserção no processo de reprodução de capital, como no caso de um fabricante de sapatos que investe o seu capital no ciclo produtivo, gerando empregos, produtos e impostos: trata-se aqui precisamente de 'acumulação de capital'.

A reprodução ampliada do capital gera enriquecimento social, ainda que gere também exploração dos trabalhadores. Ter contas gordas, ações, casas e iates significa ter patrimônio, riqueza (*wealth*) mas não capital. Riqueza tinham da mesma maneira os aristocratas franceses, extraída de produtores reais, mas essa riqueza e os castelos não eram capital inserido no ciclo de reprodução de capital. Constituíam um dreno, como bem compreendiam os revolucionários franceses de 1789.

Joseph Stiglitz se refere à *unearned income*, que pode se traduzir por *renda não-mercedária*, e que constitui uma busca de renda, *rent-seeking*: "*Prática de obter riqueza não por meio de atividade economicamente válida, mas extraíndo-a de outros, frequentemente por meio de exploração. Os exemplos incluem o monopólio que cobra em excesso pelos seus produtos (rendimentos de monopólio) ou empresas farmacêuticas que conseguem que o Congresso passe uma lei que permite que cobrem preços muito altos, bem como fornecer menos bens, serviços e inovação efetiva ao mercado.*"<sup>13</sup> Trata-se de rendimentos sem a contrapartida produtiva, e não há como chamar isso de capitalismo. Envolve exploração sem dúvida, mas não é o mesmo que uma pessoa tomar o risco de investir numa indústria para produzir, ampliando o capital próprio, mas também a riqueza social.

Marx trata amplamente desta *apropriação que esteriliza o capital*, por exemplo quando trata da usura e do capital fictício. Nessa análise, o que o capitalista produtor trans-

fere para o banco, é apresentado como uma repartição da mais-valia extraída do trabalhador. O capitalista produtivo tomava crédito, gerando lucro para o banco, mas o próprio crédito permitia os investimentos produtivos. Era o banco com função de fomento. A mudança é profunda quando o sistema de intermediação financeira se torna em grande parte parasita do processo produtivo, gerando fortunas que retornam muito parcialmente para o processo produtivo. Não é mais o sistema financeiro que ajuda a empresa a desenvolver a atividade produtiva, mas o sistema produtivo a serviço da acumulação financeira. Nada que Marx não tivesse detalhado em termos de mecanismo, com a diferença que o sistema financeiro se tornou dominante. A dominância leva por sua vez a uma inversão sistêmica: a produção é atividade fim, a intermediação financeira é atividade meio, e quando os meios se apropriam dos fins, teremos muitos lucros financeiros, e menos produtos.

Montecino e Epstein, no Roosevelt Institute, estimam que apenas 10% do que é extraído do processo produtivo pelo sistema financeiro voltam para a economia real. Mariana Mazzucato estima que possa chegar a 15%. Mas de toda forma, mantém-se a imagem usada pelos americanos, *the tail is wagging the dog*, o rabo está abanando o cachorro. O essencial do excedente produzido pela sociedade vai para não-produtores, e o modo de produção precisa ser definido em função do principal modo de enriquecimento das elites, que é constituído hoje por um conjunto de mecanismos de extração de renda, não por acumulação produtiva de capital. A acumulação de capital pode hoje ser encontrada de maneira muito mais clara na China, inclusive permitindo um ritmo impressionante de desenvolvimento, do que no ocidente 'capitalista'.

13 Joseph Stiglitz – *Rewriting the Rules of the American Economy*, 2015, p. 14 - <https://dowbor.org/2015/06/j-stiglitz-rewriting-the-rules-of-the-american-economy-an-agenda-for-shared-prosperity-junho-2015115p.html>

A China usa o sistema financeiro como fomentador das atividades produtivas.

Ellen Brown traz de maneira muito clara a mudança sistêmica, com a América passando do “capitalismo de papai-mamãe” (*mom-and-pop capitalism*) para o que chamou de techno-feudalismo: *“Esses faraós dos últimos dias, os donos do planeta, os 5% mais ricos – fazem com que o resto de nós pague todo dia pelo direito de viver no planeta deles. E à medida que os fazemos mais ricos, eles compram ainda mais o planeta para eles, e usam sua riqueza e poder para brigar entre eles por mais riqueza – apesar de, naturalmente, sermos nós que temos de lutar e morrer na guerra deles.”*<sup>14</sup>

O rentismo está no centro do palco, temos mais do que nunca ‘elites do atraso’, e não surpreende que o sistema atual tenha sido chamado de techno-feudalismo por Ellen Brown, de neo-feudalismo por Joel Kotkin, de capitalismo parasitário por Zygmunt Bauman, que leve ao grito indignado de *The Triumph of Injustice* de Saez e Zucman, e tantas qualificações que se multiplicam. O essencial é compreender que é o núcleo duro do conceito de capitalismo que se deslocou, mudando o próprio processo de acumulação de capital. Não à toa o mundo estagna quando temos tanta tecnologia e tanta riqueza – esta última em grande parte improdutivo.

Capital financeiro, capital extrativo, capital passivo, capital parasitário, tantas qualificações encontramos, em busca de redefinir o sistema. Na realidade o capital subsiste, sem dúvida, nas empresas produtivas, mas o conjunto do sistema, a lógica do reinvestimento, obedece aos interesses

de rentistas improdutivos, e os que se referem a um novo feudalismo estão mais próximos da realidade. Há muita proximidade entre os bailes de Versalhes e as reuniões de Viena de séculos atrás, e o atual glamour de Davos.

Não é misterioso, em termos de mecanismo, e na fase da pandemia, termos tanto enriquecimento no topo da pirâmide, e Bolsas tão pujantes, quando as economias estão paralisadas ou em queda. O divórcio entre o crescimento das fortunas e a estagnação da produção mostra que um já não depende do outro. Otávio Ianni escrevia que “a política mudou de lugar”. O capital também mudou de lugar. É o sistema que se desloca. Na era das fábricas e do operariado no centro do processo econômico, podia-se batalhar pela “socialização dos meios de produção”. **Hoje precisamos resgatar o controle do rentismo improdutivo: finanças, tecnologias, informação, comunicação. O eixo de luta se desloca.**

Muitos lamentam com razão a desindustrialização do Brasil. Mas o essencial está no sistema de financeirização e de intermediação de commodities, que gera essa desindustrialização, ao mesmo tempo que fomenta a reprimarização. Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky deixam isso claro: *“Deixadas por conta própria, as economias de mercado tendem a favorecer atividades de curto prazo ou de rentismo — daí as tendências radicais de financeirização e desindustrialização testemunhadas nas últimas quatro décadas.”*<sup>15</sup> O capital vai para onde rende mais, e não é mais na produção.

Um editorial do Guardian aponta para a profundidade da transformação: “Hyman

---

14 Ellen Brown, *How America went from mom-and-pop capitalism to techno-feudalism* – May 2021 -<https://scheerpost.com/2021/05/18/how-america-went-from-mom-and-pop-capitalism-to-techno-feudalism/> Tradução Carta Maior: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Como-os-EUA-foram-do-capitalismo-familiar-ao-feudalismo-tecnologico/7/50657>

15 Outras Palavras, 05/02/2021 - <https://outraspalavras.net/mercadovsdemocracia/economia-do-comum-urgencia-maxima/> Original em inglês: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>



*Minsky foi um pioneiro na compreensão do controle da finança sobre a economia dos Estados Unidos – e das consequências para a sociedade. Nos anos 1980, ele predisse o surgimento do “capitalismo de gestão do dinheiro” e anteviu que os investidores institucionais se tornariam mestres (masters) do universo. Hoje, estamos em um mundo de “capitalismo gestor da máquina do dinheiro”, em que os algoritmos controlam a compra e venda de títulos. O pioneiro nesta abordagem é a empresa americana BlackRock, que é o maior gestor mundial de ativos e no ano passado se tornou também da Grã-Bretanha. Os humanos ainda definem as regras que os computadores seguem. Mas a inteligência artificial está diluindo a distinção. Os computadores gerem os portfólios de investimento oferecendo fundos negociados em bolsas que automaticamente seguem os índices de ações e títulos. Isso teve tanto sucesso que os três grandes – as firmas americanas BlackRock, Vanguard e State Street – atualmente gerem US\$19 trilhões em ativos, aproximadamente um décimo dos títulos contados no mundo.”<sup>16</sup>*

A dimensão aqui é importante: os ativos dos três grupos acima, pouco conhecidos do público em geral, BlackRock, Vanguard e State Street, são equivalentes ao PIB dos Estados Unidos (21,5 trilhões), e representam cerca de quatro vezes o orçamento do governo federal americano. Só a BlackRock tem ativos de 8,7 trilhões de dólares, cinco vezes o PIB do Brasil. Nada produzem, intermedeiam. São atravessadores, cobradores de pedágio sobre atividades produtivas. O comércio mundial de commodities, por exemplo, está essencialmente nas mãos desses grupos. Constituem os novos ve-

tores de apropriação do excedente social. Ellen Brown, no texto citado acima, ao buscar uma dimensão propositiva, foca essencialmente a intermediação: “A reforma do sistema bancário é também outra importante ferramenta. Bancos operando como uma utilidade pública poderiam alocar crédito para atividades produtivas servindo os interesses públicos. Outras possibilidades incluem a aplicação da legislação antimonopólio e a reforma da lei de patentes.” Rentas financeiras, rentas de monopólio, pedágios sobre o conhecimento, pedágios sobre a comunicação, vigilância social individualizada por meio de algoritmos, esses são alguns dos eixos dominantes de apropriação do excedente social, que travam a capacidade de investimento produtivo.<sup>17</sup>

O sistema baseado na exploração dos escravos constituía um modo de produção escravagista, o sistema baseado na exploração dos servos no quadro de feudos foi um modo de produção feudal, o sistema baseado na exploração do operário em fábricas foi um sistema capitalista. **O sistema que hoje enfrentamos, baseado na extração de renda através do controle das empresas produtivas (*absentee ownership*, regime de proprietários ausentes), da informação e do dinheiro, pode ser considerado um modo de produção rentista, fruto da revolução digital.** Isso é muito mais do que ‘indústria 4.0’. O capital improdutivo, que se insere apenas marginalmente no processo de produção para explorá-lo, não constitui o bom velho capitalismo que tanto denunciávamos, mas que pelo menos produzia, gerava empregos e pagava impostos.

Um sistema baseado na extração do ex-

16 Guardian, *Editorial* - March 21, 2021 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/mar/21/the-guardian-view-on-finance-failures-manmade-errors-amplified-by-machines>

17 Desenvolvemos a dimensão propositiva em *O Capitalismo de Desloca*, Ed. Sesc, 2020 - <https://dowbor.org/2020/05/debate-livro-novo-o-capitalismo-se-desloca-novas-arquiteturas-sociais-ladislau-dowbor-e-antonio-martins-edicoes-sesc-26-05-16h.html> ; para o conceito de sociedade vigiada, ver L. Dowbor (org.), *A Sociedade Vigiada*, Autonomia Literária, São Paulo, 2020

cedente social por meio das diversas formas de *rentismo*, em que a exploração do trabalhador pela mais valia deixa de ser dominante, tampouco se interessa por criar emprego. Os avanços tecnológicos contribuem sem dúvida a gerar desemprego pela simples dinâmica de substituição da força de trabalho, mas o processo é bem mais amplo. Neste país de 212 milhões de habitantes, o emprego formal privado se resume a 33 milhões de pessoas. Somando 11 milhões de funcionários públicos, são 44 milhões, apenas 42% da força de trabalho de 105 milhões. Como ordem de grandeza, temos 38 milhões de pessoas no setor informal. Segundo o IBGE, a renda desses trabalhadores é a metade da renda que o trabalhador formal aufera. São pessoas que no essencial “se viram”. Ser empreendedor individual assegura, sem dúvida, frequentemente, uma aparência mais digna à subutilização, mas vemos na própria *uberização* e *terceirizações* irresponsáveis o que isso pode significar.

E temos 15 milhões de pessoas formalmente desempregadas. Somando os 38 milhões do setor informal, os 15 milhões de desempregados, são 53 milhões, a metade da força de trabalho, parados ou subutilizados. A esse contingente precisamos acrescentar o imenso desalento, pessoas que estão em idade de trabalho, mas desistiram de procurar, e ainda as pessoas classificadas como empregadas, mas que trabalham apenas algumas horas. No conjunto estamos falando de uma massa de 60 milhões de adultos, em idade de trabalho. A subutilização da força de trabalho, num país onde há tantas coisas por fazer, é absolutamente chocante, mas se soma aos próprios processos de substituição tecnológica.

Na realidade, um sistema cuja principal forma de se apropriar do excedente social

se dá por meio de *rentismo improdutivo*, precisa cada vez menos de força de trabalho para ter quem explorar. O vendedor de bugigangas na praia ou nas praças já anda com “maquininha”, e paga o pedágio para os bancos em cada operação. O antigo proletariado é hoje cada vez mais qualificado de ‘precariado’. O fato de o dreno financeiro ser feito em grande parte sem exigir aumento de produção e de emprego, afeta diretamente a força de trabalho. A tendência é mundial. Na África do Norte, por exemplo, o setor informal supera os 70% da população ativa.

O novo sistema é incomparavelmente mais destrutivo, gerador de desigualdades em escala qualitativamente superior, e irresponsável quanto aos impactos econômicos, sociais e ambientais. No essencial, perdeu a sua função de reprodução e expansão do capital produtivo, do que Marx chamou de reprodução ampliada do capital.

As fábricas não desaparecem com a revolução digital em curso, como a agricultura não desapareceu com a revolução industrial. Mas o eixo estruturante do sistema, a forma de apropriação do excedente social, se desloca. Expandir a produção, os empregos e a correspondente capacidade de compra da população, para poder escoar os produtos, passa a desempenhar um papel secundário. Abaixo traçamos em breves linhas os diversos mecanismos que permitem o que Gar Alperovitz e Lew Daly chamaram de “apropriação indébita”<sup>18</sup>

## 6. Exemplos de mecanismos

### ■ O Endividamento Generalizado

Quando o endividamento ultrapassa a capacidade de pagamento da dívida, seja por juros elevados ou por volume da dívida – e os banqueiros conhecem perfeita-

---

18 Gar Alperovitz e Lew Daily - *Apropriação Indébita* – Ed. Senac, São Paulo, 2010 - <https://dowbor.org/2010/06/apropriacao-indebita-gar-alperovitz-e-lew-daly-ed-senac-sao-paulo-2010.html>

mente a situação do cliente, seja família, empresa ou Estado – gera-se um processo permanente de transferência de recursos, o chamado *serviço da dívida*, que leva por exemplo a dívidas estudantis que pessoas aposentadas ainda estão pagando: os formandos passarão a vida repassando parte dos seus salários para banqueiros, iludidos que foram pela perspectiva de grandes ganhos que lhes proporcionaria o diploma, com a propaganda muito ativa dos bancos.

No Brasil, em 2003 a dívida das famílias equivalia a 18% dos rendimentos, em 2012 chegou a 45%, pagando juros estratosféricos, e em 2020 atingem 60%. O financiamento da pequena e média empresa seguiu o mesmo ritmo, levando ao estrangulamento financeiro. Ampla pesquisa de fins de 2016, sobre o endividamento privado (famílias e pessoas jurídicas) calculou o volume de recursos extraídos da economia real pelos bancos: 1 trilhão de reais, em um ano, equivalentes na época a 16% do PIB. Somando 6% de juros sobre a dívida pública, é um quinto do PIB transformado em lucros financeiros improdutos.

Em 18 de dezembro de 2016, o Estado de São Paulo trazia a manchete: “Crise do crédito tira R\$ 1 tri da economia e piora recessão”. Apresentamos esses dados com análise detalhada no livro *A Era do Capital Improdutivo*, para o caso brasileiro, mas o endividamento generalizado das famílias, das empresas e dos Estados é planetário, e envolve tanto o endividamento interno como internacional. Grande parte da humanidade trabalha para alimentar intermediários financeiros. E as pessoas se esquecem que o dinheiro emprestado ou é da própria sociedade, ou é simplesmente emitido, sob forma de sinais magnéticos – dinheiro hoje virtual – pelos próprios bancos, que cobram juros sobre um dinheiro que

não lhes custou nada. São atividades-meio, custo líquido para a sociedade que só se justificaria se o aporte para a acumulação do capital fosse maior do que a extração.

Uma pessoa emitir dinheiro constitui um crime, pois adquire um poder de compra sem ter contribuído com produção. Os bancos hoje emitem dinheiro. O papel-dinheiro impresso pelos governos representa, hoje, como ordem de grandeza, 3% da liquidez total da economia. Os 97% restantes constituem apenas anotações nos computadores, dinheiro virtual, emitido pelos bancos. Quando um banco nos cobra caro por um dinheiro que não precisou pagar, os acionistas passam a adquirir um poder de compra sem ter precisado contribuir com a produção. Lembrando que o Lehman Brothers entrou em falência quando tinha emitido 27 vezes mais dinheiro, sob forma de empréstimos, do que tinha em caixa. O banco faliu, bastaram algumas empresas retirarem seu dinheiro para quebrar, mas os acionistas embolsaram os dividendos. Com a crise de 2008, os bancos receberam trilhões como resgate, dinheiro público, dinheiro que podia ter sido utilizado para infraestruturas e políticas sociais.

A massa da população tem pouca escolha, em particular quando se privatizam as políticas sociais. Segundo Eric Toussaint, *“Bancos privados e outras instituições privadas investiram muita energia no desenvolvimento de uma política de empréstimos para pessoas comuns que buscam empréstimos porque as suas rendas são insuficientes para pagar a educação superior ou os cuidados de saúde. Nos Estados Unidos, a dívida estudantil chegou a US\$1,7 trilhões, com US\$165 bilhões de inadimplência sobre empréstimos estudantis, quando grande parte das garantias são sujeitas a condições abusivas.”*<sup>19</sup>

19 Truthout, June 15, 2021 – *To address increasing inequality and global poverty, we must cancel debt* - <https://truthout.org/articles/to-address-increasing-inequality-and-global-poverty-we-must-cancel-debt/?eType=EmailBlastContent&eld=443ee98d-6108-47e5-9f0d-735853178254>



Para se apropriar do excedente social, o banco não precisa gerar emprego, e cada vez menos gerar crédito produtivo: empregados ou não, no Brasil 62 milhões de adultos estão atolados em dívidas, dos quais 25% em bancarrota pessoal. Com a pandemia, famílias e empresas em situação crítica se atolaram mais ainda, sem ter como escapar da agiotagem. Os trabalhos de Yánis Varoufákis mostram como a extorsão funciona no nível internacional, no caso da Grécia.<sup>20</sup>

### ▪ A Extração de Dividendos

A lógica aqui é próxima da lógica do endividamento. As pessoas que compram ações consideram que estão financiando uma empresa, e com isso favorecendo as atividades empresariais. Mas quando a remuneração das ações (os dividendos), está no limite do excedente que a empresa gera, ela perde capacidade de reinvestimento. O mecanismo permite entender, por exemplo, a dinâmica econômica do Brasil e de outros países, em que a economia não cresce, mas a Bolsa está bombando, gerando mais rendimentos para os acionistas.<sup>21</sup> A tragédia de Mariana, em que a Samarco preferiu aumentar os dividendos dos acionistas, e consequentemente os bônus dos executivos, em vez de investir na segurança da barragem, é característica.

Aplicação financeira não é investimento, no sentido de construir uma estrada ou uma fábrica ou uma escola, atividades que geram aumento do capital acumulado da sociedade. Trata-se, precisamente, de aplicação financeira, ainda que os bancos qualifiquem de 'investimento' qualquer

atividade especulativa. Da mesma forma, renda gerada por habilidade em lidar com papéis financeiros não é a mesma coisa que lucro sobre um processo produtivo que gera capital fixo, produto, emprego e impostos. Marjorie Kelly, em livro de grande impacto publicado em 2003, deixa claro o novo mecanismo: *"No desenho do sistema do capitalismo aristocrático, os CEOs são contratados por acionistas e dirigidos por conselhos para focar apenas um objetivo: maximizar os retornos dos acionistas. Os executivos são pagos apenas quando atingem esse objetivo...Temos hoje indignação (outrage) quanto à falta de legitimidade dos ganhos dos CEOs. Mas em nenhum lugar encontramos indignação quanto à falta de legitimidade dos ganhos dos acionistas, pois se trata do sol em volta do qual o sistema gira. Questioná-lo é questionar o direito divino do capital."*

A autora explicita que esse tipo de apropriação de recursos equivale à apropriação indébita dos senhores feudais: *"Os detentores de ações se apropriam de uma riqueza para a criação da qual pouco contribuíram, de forma parecida como os nobres proclamavam privilégios para os quais não trabalharam...Em vez de capitalizar empresas, o mercado de ações as descapitaliza. Os detentores de ações durante décadas têm representado um imenso dreno da liquidez das corporações. Eles são a mais morta da madeira morta. É até incorreto falar dos detentores de ações como investidores, pois em verdade são extratores. Quando compramos ações não estamos contribuindo com capital: estamos comprando o direito de extrair valor."*<sup>22</sup> Lembremos que, como

---

20 O filme de Kostas Gravas, *Adults in the Room* (*Jogo do Poder*, no Brasil) tem a vantagem de mostrar como se articulam o poder político e o sistema financeiro, detalhando os mecanismos de exploração pela dívida.

21 Para o Brasil, ver o artigo de Paulo Kliass, *A Bolsa vai bem e o povo vai mal* – Carta Maior, 9 de junho de 2021 – <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/A-bolsa-vai-bem-e-o-povo-vai-mal/7/50775>

22 Marjorie Kelly – *The Divine right of Capital* – Berrett-Kohler Publishers, San Francisco, 2003, páginas xiii, 29 e 35; em carta publicada no quadro do Business Round Table em 2019, 181 das maiores corporações americanas se comprometem a ir além do interesse dos acionistas, para responder a preocupações ambientais e sociais,



ordem de grandeza, 85% das aplicações financeiras estão nas mãos dos 10% mais ricos. É um pedágio generalizado sobre processos produtivos.<sup>23</sup>

### ▪ **Monopólio de Demanda: o poder das plataformas**

O dinheiro, como vimos, é hoje representado por sinais magnéticos. O dinheiro virtual permite apropriação de fragmentos de praticamente todas as atividades econômicas por meio de pedágios financeiros. No caso dos cartões de crédito, no Brasil, onde antigamente o dinheiro da compra saía do bolso do cliente diretamente para o caixa do comerciante, hoje com o pagamento por cartão de crédito, o banco drena cerca de 5% do valor da compra, sem produzir nada. Na modalidade “débito”, o dreno é da ordem de 2,5%. Com dezenas de milhões de transações diárias com cartão, o volume se torna muito elevado.

O Dieese calcula que com essas e outras tarifas, sem contar os juros, os bancos pagam uma vez e meia a sua folha de pagamentos. Em outra era tecnológica não seria viável inserir pequenos drenos em tantas operações dispersas, mas com a moeda digital é só colocar a instrução no computador para drenar pequenas quantias de dezenas de milhões de pessoas. “Enter”. Essa microdrenagem atinge a todos, sem gerar atividade econômica real ou empregos.

Uma drenagem semelhante é imposta às transferências internacionais para famílias. Milhões de pessoas hoje trabalham nos Estados Unidos ou na Europa e fazem regularmente remessas para os países de origem. Trata-se de pequenos montantes, feitos por pessoas simples, e os intermediários cobram, como ordem de grandeza,

7% do valor remetido, quando os custos, simples envio de sinais magnéticos no computador, se contam em centavos por remessa. Trata-se de mais um pedágio que consiste apenas numa instrução no computador.

A expansão da *economia das plataformas*, onde antes dominavam unidades empresariais, generalizou a microdrenagem de maneira dramática. Inúmeros serviços não são mais comprados, adquire-se o direito de acesso. Jeremy Rifkin escreveu um excelente livro sobre essa transformação, *A Era do Acesso*. Pagamos mensalidades para ter acesso a filmes no Netflix, recebemos inúmeras ofertas com propostas de mensalidades baixas, inclusive alguns meses gratuitos no início. O fato é que esses microdrenos se somam, cortar o vínculo é burocraticamente irritante, e aqui são centenas de milhões de pessoas que veem as suas contas no banco reduzidas, quer utilizem os serviços ou não.

A BBC é paga, pelo preço do custo. Um britânico paga pelo serviço, que é público, e tem boa programação sem publicidade, no que tem sido qualificado de “a melhor televisão do mundo”. Nas TVs comerciais, a TV aberta se apresenta “sem custos”, mas o pagamento é simplesmente indireto. A publicidade que interrompe os programas representa custos para as empresas que promovem os seus produtos, custos que são incorporados nos preços dos produtos que compramos. De toda forma o dinheiro sai do nosso bolso, mas de forma indireta. E temos de enfrentar os intervalos publicitários, pagos do nosso bolso.

O básico hoje, em termos de acesso aos serviços de comunicação, é o acesso à internet, a uma linha de celular, e a canais

na linha do ESG (Environment, Social, Governance). Por enquanto, basicamente declarações de intenção - <https://dowbor.org/2019/10/ladislau-dowbor-a-economia-desgovernada-novos-paradigmas-14-de-outubro-de-2019.html>

23 Para uma análise detalhada dos mecanismos de apropriação do excedente social no chamado mercado de capitais, ver Cédric Durand, *How Finance is Appropriating our Future* – Verso, London, 2017

de TV minimamente decentes. Os pacotes oferecidos estão na mão de algumas empresas apenas, que cobram o que querem pois se trata de serviços essenciais e porque constituem um oligopólio. Aqui também não é algo que compramos, e sim uma mensalidade que passamos a pagar para ter “acesso”, para estar conectado. Os custos são ridículos se comparados com os preços cobrados, simples retransmissão de sinais. Não à toa o mexicano Carlos Slim tem uma fortuna da altura do Bill Gates. É um intermediário da comunicação. No Brasil ele controla a Claro.

As maiores fortunas mundiais hoje não são mais baseadas em atividades produtivas, mas de intermediação do dinheiro, e de intermediação da comunicação. O Facebook, por exemplo, é gratuito na aparência. As fortunas que fluem para a empresa vêm da publicidade, que é paga por empresas que as incluem nos custos de produção, da mesma forma que no caso da TV aberta, e terminam saindo do nosso bolso. Aqui tampouco temos opção, se trata de ‘monopólio de demanda’, ou seja, somos obrigados a utilizar o que os outros utilizam, o que leva a uma situação em que a empresa lucra com bilhões de pessoas que pagam os custos, incorporados nos produtos que compram. As gigantescas fortunas que surgem da *uberização* da economia fazem parte desta capacidade técnica de colocar drenos de tantas coisas pequenas que pagamos, dinheiro que flui para as sedes mundiais dos grandes grupos, plataformas de pedágio. Estamos falando aqui das maiores fortunas do mundo, no sistema que permite que fragmentos do que ganha um simples entregador com a sua moto ou sua bicicleta seja aspirado para os grandes grupos mundiais.

O fato é que em grande parte o capita-

lismo de pedágio não exige esforços por parte de quem cobra, o dinheiro é deduzido da conta bancária, do salário, ou incorporado no preço da compra, ou disfarçado como tarifas que nos parecem módicas, e o resultado são fortunas monumentais que resultam de simples intermediação. Não é inevitável. Lembremos que um serviço essencial e de uso diário generalizado é o WorldWideWeb, o www que colocamos em qualquer comunicação, não gera nenhum custo. É administrado por um consórcio mundial sem fins lucrativos, e é nessa rede sem custos que navegam os serviços comerciais que drenam as nossas contas. Tim Berners-Lee, criador do WWW, se recusou a cobrar tarifas de intermediação, dizendo que simplesmente não faria sentido: a comunicação é de utilidade pública.<sup>24</sup>

#### ▪ Privatizações e Apropriação de Recursos Naturais

As fortunas modernas encontraram na narrativa de que o Estado mínimo é melhor, o caminho para se apropriarem de riqueza sem precisar investir, herdando a baixo custo um capital construído pelo setor público com os recursos públicos. É o caso, em particular, da apropriação de extração mineral, produtos naturais que fazem parte da nação, e que são exportados em bruto, rendendo imensas fortunas para os acionistas. O Banco Mundial, desde 1993, propõe contabilizar a extração de petróleo, por exemplo, como descapitalização do país, e não como aumento do PIB.

O caso da Petrobrás constitui um exemplo. Das negociações que se desenrolaram na primeira década do milênio, resultou uma legislação importante: o petróleo sendo da nação, os lucros da sua venda deveriam ser canalizados para financiar o desenvolvimento do país, haveria ‘partilha’

---

24 O pequeno livro de Tim Berners-Lee, *Weaving the Web* (tecendo a teia), é muito instrutivo para a compreensão do potencial subutilizado e do dreno comercial. Ver também Eric S. Raymond, *The Cathedral and the Bazaar* – Cambridge, 2001 - <https://dowbor.org/2008/02/the-cathedral-and-the-bazaar-2.html>

e não entrega. Com a privatização, as reservas servirão para alimentar dividendos de acionistas do Brasil e do resto do mundo, resultando em rentismo improdutivo, e aparência de progresso ao aumentar o PIB.

A privatização da Eletrobrás segue no mesmo caminho. O Brasil possui uma base importante de produção de energia hidroelétrica, e realizou, com os impostos da população, infraestruturas de grande porte, tanto de geração como de transmissão e de capacidade de gestão. *“Estimativas calculam que o valor de mercado da Eletrobrás é de pelo menos R\$ 400 bilhões, podendo chegar a R\$ 1 trilhão. E o governo quer entregar por R\$ 60 bilhões... A Eletrobrás tem R\$ 15 bilhões em caixa e, graças a seus bons indicadores financeiros, pode tranquilamente alavancar mais R\$ 40 bilhões. Tem total condições de realizar novos investimentos. Desde 2019, já distribuiu R\$ 7,6 bilhões só em dividendos.”*<sup>25</sup> Aqui também há uma apropriação de bens públicos sem a contrapartida correspondente, e recursos gerados com investimento público passarão a alimentar com proporção radicalmente superior grupos financeiros não produtivos, que poderão inclusive aumentar preços – prioridade dos acionistas – e encarecer a energia elétrica tanto para famílias como para empresas. O preço do quilowatt seguirá o preço do botijão de gás e do litro do combustível.

A tendência é planetária, gerando mais apropriação do excedente social e dos recursos naturais por grupos financeiros improdutivos. George Monbiot apresenta essa dinâmica: *“Cortar o financiamento das repartições, eliminar as equipes e descartar os expertos que as apoiavam, fechar programas de pesquisa, perseguir os funcionários públicos que permanecem, o estado*

*que odeia a si mesmo está destruindo o próprio aparato de governo. Ao mesmo tempo, está destruindo as proteções públicas que nos protegem do desastre... As forças que ameaçam destruir o nosso bem-estar são também as mesmas por toda parte: essencialmente o poder de lobby dos grandes negócios e do grande dinheiro, que veem a administração pública como um impedimento aos seus interesses imediatos.”*<sup>26</sup>

Os investidores institucionais privados que adquiriram a empresa pública irão sem dúvida explorar os trabalhadores, na linha da mais-valia tradicional, mas a sua posição de força lhes permitirá gerar renda de monopólio, sob forma de dividendos e de preços mais elevados, que todos os cidadãos irão pagar.

#### ▪ **Apropriação dos Bens e Serviços de Consumo Coletivo**

Em economias que funcionam de maneira razoável, o bem-estar das famílias depende em grande parte do acesso gratuito a bens de consumo coletivo. Como ordem de grandeza, podemos dizer que 60% do conforto familiar depende do dinheiro no bolso, que permite fazer as compras, pagar o aluguel, coisas que permitem que nos sintamos mais seguros e donos das nossas vidas. Mas os outros 40% constituem o que tem sido chamado de salário indireto, e consiste no acesso aos bens de consumo coletivo.

Precisamos de segurança, mas não se compra a delegacia de polícia. Temos de ter acesso aos serviços de saúde, não só curativos, como preventivos, sob forma de saneamento básico, controle de emissões, restrição aos agrotóxicos e antibióticos na nossa comida. O acesso à educação pre-

25 Miriam Leitão – Brasil 247, 15 de junho de 2021 - <https://www.brasil247.com/economia/miriam-leitao-consumidor-vai-pagar-uma-elektrobras-para-o-governo-privatizar-a-elektrobras?amp>

26 George Monbiot – *Is this the end of civilisation?* - Guardian, January 24, 2018 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/jan/24/end-civilisation-take-different-path>

cisa ser generalizado, gratuito, público e universal, toda criança precisa ter a sua chance na vida, e a desigualdade do acesso trava o imenso potencial de contribuição econômica e social da massa mais pobre da população, constituindo uma esterilização das possibilidades de desenvolvimento. Thomas Piketty trabalha com razão a desigualdade educacional no mesmo nível crítico que a desigualdade de renda e de patrimônio.

O *rentismo* nessa área surge, no Brasil como em outros países, do fato de que as restrições do acesso aos bens de consumo coletivo obrigam as famílias a se voltarem para os serviços privados. É o caso, por exemplo dos planos privados de saúde. Ainda que representem solução adequada para os mais ricos, que querem ter um serviço sob medida, a saúde privada deixa de fora a ampla maioria da população. A lei do Teto de Gastos, ao reduzir os recursos do SUS, por exemplo, força as pessoas a contratarem planos privados, ainda que estejam no limite em termos de renda. A fragilização da educação pública tende a ter o mesmo efeito, empurrando os pais a se sacrificarem para assegurar um melhor futuro para os seus filhos, com uma base mais sólida de conhecimentos. A guerra contra as universidades federais tende a ter o mesmo efeito, de forçar mais clientes para o que se tornou uma indústria do diploma. Uma geração de estudantes que saem das universidades com grandes dívidas, para descobrir que o emprego sonhado não é garantido, faz pouco sentido.<sup>27</sup>

Não são médicos os que comandam os planos privados de saúde, nem educadores no caso das escolas, e sim grupos financeiros. A revista Forbes apresenta as

fortunas pessoais acumuladas em 2019. Carlos Wizard tem uma fortuna pessoal de 3 bilhões de reais: *“Wizard voltou ao mundo da educação em 2017, com a compra de 35% da Wiser Educação, dona das redes WiseUp e NumberOne, do também bilionário Flávio Augusto da Silva. Em abril deste ano, o grupo vendeu participação minoritária do grupo para o Itaú, por meio do seu fundo de investimentos Kinea, por 200 milhões.”*<sup>28</sup> Educadores?

É importante notar que se trata de negócios, numa era em que o acesso à educação está se tornando fundamental. Chaim Zaher acumulou uma fortuna de 2,5 bilhões, vendendo as marcas Dom Bosco, Pueri Domus, Name e COC para a financeira britânica Pearson por 888 milhões, e a rede de ensino superior UniSEB para o grupo Estácio por 615 milhões. O paraibano Janguê Diniz é o principal acionista da Ser Educacional, abriu capital na Bovespa em 2013, comprou a Univeritas de Minas Gerais em 2016, e investe em educação à distância, uma grande indústria com baixos custos, elevados lucros, e frágeis resultados educacionais.

Na área da saúde é característico o comportamento de Paulo Sérgio Barabanti, com uma fortuna de 1,6 bilhão, que vendeu a Intermédica para a *private equity* norte-americana Bain Capital, depois retirou-se da atividade e vive da fortuna acumulada. Para que se tenha uma ordem de grandeza, uma pessoa que aplica a fortuna de 1 bilhão para um módico rendimento de 5% ao ano está ganhando 137 mil reais por dia, de mão no bolso. É o também o caso de José Seripieri Filho, com uma fortuna de 1,2 bilhão, que a fez com a Qualicorp, que administra planos de saúde coletivos no Brasil.

27 A Folha de São Paulo de 20 de junho de 2021 apresenta pesquisa de que 47% dos jovens entre 15 e 29 anos gostariam de deixar o país. Essa perspectiva da nova geração é um desastre para o país.

28 Forbes, *Mais de 200 bilionários brasileiros* – Ano VII, N. 71, 2020, p. 98 – Ver em particular a tabela da p. 111; ver também edição 89 de agosto de 2021, *315 Bilionários Brasileiros*. O grupo de bilionários passou a ter um patrimônio equivalente a 25% do PIB.



Repasse a atividade para outros, e passou a viver do rendimento de ações.

É um comportamento generalizado: empresários que começaram uma atividade produtiva, vendem a empresa para grupos financeiros, muitas vezes estrangeiros, como a Pearson na área da educação, ou a BlackRock na área da saúde, e passam a viver do rendimento das ações. As empresas, por sua vez, passam a ser utilizadas para extrair o máximo de dividendos. Os 11 bilionários que vivem de explorar o setor da saúde acumularam uma fortuna de 56,88 bilhões de reais. As empresas que gerem essas fortunas buscam extrair o máximo. A educação dos jovens e a saúde das famílias constituem apenas uma fonte. *The business of business is business.*

O raciocínio pode ser aplicado a numerosos setores. Tanto o conforto das famílias como a produtividade das empresas dependem, por exemplo, de ruas asfaltadas, de redes de estradas e semelhantes. O essencial aqui, é que grande parte das infraestruturas foi construída com recursos públicos, permitindo rendimentos mais elevados do setor privado sem que as empresas tenham contribuído significativamente para os custos. A produtividade sistêmica de um país, e o lucro ampliado das empresas, dependem muito das infraestruturas e dos serviços de consumo coletivo, lucro líquido para as empresas, que irão se referir apenas à própria criatividade e ao poder mágico dos 'mercados'. Essa dimensão simplesmente não aparece nas contas econômicas, mas sim nas análises de Hazel Henderson, que apresenta a necessidade de ajuste na contabilidade nacional, incluindo a contribuição produtiva das infraestruturas geradas pelo setor público.

Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky

denunciam a política fiscal contracionista, e resgatam esse papel das políticas públicas: *"A crise do covid-19 tornou as falhas do modelo ortodoxo ainda mais óbvias, ao ressaltar a grave deficiência de bens públicos, desde a infraestrutura básica de saúde até equipamentos de proteção individual... Agora que o COVID-19 expôs os danos causados pelo paradigma anterior, é hora de começar a mapear uma nova era de investimento público para remodelar nosso cenário tecnológico, produtivo e social. Deixadas por conta própria, as economias de mercado tendem a favorecer atividades de curto prazo ou de rentismo — daí as tendências radicais de financeirização e desindustrialização testemunhadas nas últimas quatro décadas."*<sup>29</sup> Quando corporações usam serviços públicos, mas praticam a evasão fiscal, trata-se do *free-riding* de rentistas.

#### ▪ Evasão Fiscal

O dinheiro ganho pelos rentistas gera imensas fortunas sem contribuição produtiva, mas também sem pagar impostos. O sistema econômico em geral depende em grande parte de capital público acumulado, hoje muito amplo nos países ricos, mas também no Brasil, sob a forma de infraestruturas energéticas, de transportes, de comunicação, de saneamento, além dos sistemas de saúde, educação, segurança e outros que são essenciais para a sociedade como um todo.

O excedente produzido pela sociedade depende vitalmente do capital público acumulado. Essa base essencial da produtividade econômica foi financiada com recursos públicos, e pagar os impostos constitui um dever tanto do cidadão como das empresas que usam essas infraestruturas. Boas infraestruturas reduzem custos

29 - Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky – *New fiscal Constitution and job guarantee* – 2020 - Tradução em português em <https://outraspalavras.net/mercadosdemocracia/economia-do-comum-urgencia-maxima/> Original em inglês: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>

de produção, constituindo *economias externas* para as empresas. Mas as grandes fortunas têm suficiente força política para evitar de pagar a sua parte.

No caso brasileiro é absurda a lei de 1995 que isenta de tributação lucros e dividendos distribuídos. Mas o caso dos magnatas mundiais não é muito diferente, como se viu com os dados fiscais dos maiores bilionários americanos vazados em 2021. Um sistema simples permite uma evasão gigantesca: nos Estados Unidos, os bilionários mantêm as suas fortunas em ações, imóveis, objetos de luxo, que só seriam taxados quando vendidos. *“O sistema tributário dos Estados Unidos foca na renda, não no que é chamado de ganhos não-realizados sobre ações não vendidas, imóveis ou outros ativos...Ninguém entre os 25 mais ricos evitou tanto imposto como Buffett, o ancião centibilionário. Isso talvez seja surpreendente, dada a sua imagem pública como advogado de impostos mais elevados para os ricos. De acordo com a Forbes, a sua riqueza aumentou em US\$24 bilhões entre 2014 e 2018. Durante esses anos, os dados mostram, Buffett informou ter pago US\$23,7 milhões em impostos. Isso representa uma alíquota efetiva de 0,1%, ou seja, menos de 10 centavos para cada US\$100 que ele acrescentou à sua riqueza.”*<sup>30</sup> Os dados do ProPublica mostram que o comportamento é generalizado, envolvendo as maiores fortunas.

Robert Reich, que foi secretário do tra-

balho de Clinton, mostra a relação entre a evasão fiscal absurda – quanto mais ganham, menos pagam – e a apropriação do processo decisório público nos Estados Unidos: *“A bomba que representou o relatório do ProPublica sobre o fato dos super-ricos americanos pagarem pouco ou nada em impostos revela não só a sua riqueza espantosa como também a forma como traduziram essa riqueza em poder político para encolher os seus impostos para quase nada.”*<sup>31</sup>

Eric Toussaint, um especialista em dívida, traz com clareza o impacto dos ricos não pagarem impostos sobre o crescimento da dívida pública: *“A dívida pública continua a explodir em volume porque os governos estão se endividando massivamente para evitar de taxar os ricos no pagamento das medidas de resistência à Covid-19, e não demorarão a retomar a sua ofensiva de austeridade.”*<sup>32</sup> Mariana Mazzucato apresenta os mecanismos que permitem que as corporações usem recursos desenvolvidos no setor público, cobrando dos consumidores pelo que não produziram, e sonegando impostos sobre os lucros obtidos.<sup>33</sup>

#### ▪ Paraísos Fiscais

Os paraísos fiscais jogam um papel hoje fundamental na perda de controle por parte dos Estados. O exemplo da Microsoft é ilustrativo do comportamento geral das grandes corporações: *“Uma subsidiária irlandesa da Microsoft teve um lucro de US\$315 bilhões no ano passado, mas não*

---

30 ProPublica, 8 de junho de 2021 - [The Secret IRS Files: Trove of Never-Before-Seen Records Reveal How the Wealthiest Avoid Income Tax — ProPublica](#)

31 Robert Reich - When America's richest men pay \$0 in income tax, this is wealth supremacy – Guardian, June 10, 2021 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/jun/10/when-americas-richest-men-pay-0-in-income-tax-this-is-wealth-supremacy>

32 Truthout, June 15, 2021 – *To address increasing inequality and global poverty, we must cancel debt* - <https://truthout.org/articles/to-address-increasing-inequality-and-global-poverty-we-must-cancel-debt/?eType=EmailBlastContent&eId=443ee98d-6108-47e5-9f0d-735853178254>

33 Mariana Mazzucato – *O Estado Empreendedor* – Anthem Press, 2011 - <https://dowbor.org/2019/10/mariana-mazzucato-the-entrepreneurial-sate-debunkiong-public-vs-private-sector-myths-anthem-press-new-york-2015.html>

*pagou imposto sobre corporações já que é 'residente', para efeitos tributários, em Bermuda. O lucro gerado pela Microsoft Round Island One é igual a quase três-quartos do PIB da Irlanda – ainda que a empresa não tenha empregados. A subsidiária, que recolhe direitos de licenciamento para o uso de software da Microsoft sujeito a copyrights, apresentou um lucro anual de US\$314,7 bilhões no ano até o final de junho de 2020, de acordo com as contas prestadas na Irish Companies Registration Office.”<sup>34</sup> A Microsoft não era uma empresa americana?*

O Roosevelt Institute aponta igualmente o peso dos paraísos fiscais e a perda de controle público sobre as grandes corporações, na ausência de instrumentos multilaterais de regulação: *“A legitimidade das instituições econômicas multilaterais depende de elas produzirem resultados que líderes de estados soberanos e democráticos possam abraçar. Quando corporações multinacionais transferem US\$1,38 trilhões dos seus países de origem para paraísos fiscais como Luxemburgo ou as Ilhas Cayman para evitar de pagar impostos, e companhias como Facebook detêm um poder desproporcional nas nossas democracias, as instituições multilaterais podem e devem servir como poder coletivo de contrapeso para prevenir a extração de riqueza às expensas da nossa população... Agora é o tempo de nos movermos para além da ordem neoliberal e para uma nova era de igualdade e justiça. Agora é o momento de reescrevermos as leis inter-*

*nacionais.”*

Felicia Wong, do Roosevelt Institute, estima que precisamos de um novo Bretton Woods, e lembra corretamente que as opções pertencem a nós como sociedade, são regras (*rules*) e não “leis” econômicas imaginárias: *“Os resultados econômicos são o produto de instituições políticas, de escolhas humanas, e de regras que estruturam os mercados.”*<sup>35</sup>

Depois de anos de hesitações, em meados de 2021 finalmente aparece no horizonte uma proposta de uma taxa de 15% sobre os lucros das corporações transnacionais. Dani Rodrik resume: *“O acordo do G7 tem dois eixos. Primeiro, propõe um imposto mínimo de 15% sobre as maiores corporações. Segundo, uma parte do lucro global dessas corporações será trazido de volta aos países onde fazem os negócios, independentemente da localização das suas sedes físicas.”*<sup>36</sup> A importância da decisão do G7 é sem dúvida o fato de possibilitar financiamento adicional de políticas públicas, mas também o fato dos fluxos financeiros internacionais passarem a ser registrados, e o jornal *The Economist* avalia que se trata de uma restrição drástica ao papel dos paraísos fiscais em geral. Mas por enquanto o sistema segue se expandindo, como se constata nas sucessivas revelações do ICIJ sobre os Panama Papers, Paradise Papers e Pandora Papers.<sup>37</sup>

Para quem pensa que a evasão fiscal por

34 Guardian, Microsoft Irish Subsidiary paid zero corporate tax on 220bn profit last year – June 3, 2021 – <https://www.theguardian.com/world/2021/jun/03/microsoft-irish-subsiary-paid-zero-corporate-tax-on-220bn-profit-last-year>

35 Felicia Wong – A Bretton Woods Moment - Roosevelt Institute, April 28, 2021 – [A Bretton Woods Moment: How This Year's G7 Summit Could Rewrite the International Rules](https://rooseveltinstitute.org/a-bretton-woods-moment-how-this-years-g7-summit-could-rewrite-the-international-rules/) (rooseveltinstitute.org)

36 Dani Rodrik - The G7 Tax Clampdown and the End of Hyper-Globalization by Dani Rodrik - Project Syndicate, June 7, 2021 – Os impactos financeiros podem ser encontrados em <https://joserobertoafonso.com.br/collecting-the-tax-deficit-of-multinational-companies-barake-et-al/>

37 ICIJ – Pandora Papers – Outubro 2021, [https://www.icij.org/investigations/pandora-papers/global-investigation-tax-havens-offshore/?utm\\_source=ICIJ&utm\\_campaign=8ce10323e7-20211003\\_WeeklyEmail&utm\\_medium=email&utm\\_term=0\\_992ecfdbb2-8ce10323e7-82319785](https://www.icij.org/investigations/pandora-papers/global-investigation-tax-havens-offshore/?utm_source=ICIJ&utm_campaign=8ce10323e7-20211003_WeeklyEmail&utm_medium=email&utm_term=0_992ecfdbb2-8ce10323e7-82319785)

Para as fortunas brasileiras em Luxemburgo, ver <https://dowbor.org/2021/03/luxemburgo-paraíso-fiscal-das->



meio de paraísos fiscais é um processo marginal, o *The Economist* traz os números básicos: “Um estudo de 2018 concluiu que cerca de 40% dos lucros das multinacionais realizados no exterior são artificialmente transferidos para países de impostos baixos. Um funcionário envolvido de perto nas discussões atuais pensa que o acordo que está tomando forma poderia “praticamente matar os paraísos”... A parte dos lucros no exterior das multinacionais registrados nos paraísos fiscais subiu de 30% duas décadas atrás para cerca de 60% hoje.”<sup>38</sup> São 60% dos lucros, e dobrando em duas décadas.

Apresentamos os dados de forma mais detalhada no livro *A Era do Capital Improdutivo*. O que nos interessa aqui é que esses recursos não fazem parte de um processo de reprodução do capital, é literalmente dinheiro gerando dinheiro, processos extrativos que asseguram uma apropriação radicalmente mais intensiva do excedente social por elites improdutivas. Lembremos que Marx, no livro II de *O Capital*, considerava essa evolução para a ampliação do capital fictício como previsível. O que para nós é essencial, é que o capital fictício, tornando-se dominante, com capacidade inclusive de se apropriar das políticas públicas, e prejudicando a acumulação produtiva do capital que era central no sistema capitalista, apresenta dinâmicas estruturalmente diferentes quando se torna dominante. Neste mundo plenamente financeirizado, governos nacionais enfrentando o

poder do dinheiro global, gerou-se o caos financeiro, um cassino especulativo insustentável para a humanidade.

## 7. Novos Mecanismos, Novos Rumos, Outras Frentes de Luta

*“Podemos certamente dizer que a nossa proficiência tecnológica excede de longe o nosso desenvolvimento moral, social e político”*<sup>39</sup>

Oliver Stone e Peter Kuznick

A breve apresentação das formas de *apropriação improdutivo do excedente social* que aqui desenhamos pode ser expandida. Por exemplo, a manipulação das pessoas, que ainda chamamos inocentemente de publicidade, transformou-se em gigante econômico. Envolve a análise detalhada e comercialização dos nossos comportamentos, canalização individualizada de mensagens comerciais e políticas por meio de algoritmos, que geram a força econômica do Alphabet, com quase dois trilhões de dólares (mais do que o PIB do Brasil), ou do Facebook, acima de 1 trilhão. Esse dreno financeiro atinge o bolso de cada um de nós, ao ser incorporado, pelas empresas que usam esses serviços, nos custos de produção do que compramos. Usar o Face aparece como gratuito, mas os custos são cobrados de todos nós, indiretamente. Custos reduzidíssimos, lucros desproporcionais. É rentismo de intermediação da comunicação, mas também poder.<sup>40</sup>

---

[riquezas-brasileiras.html](https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/01/twilight-of-the-tax-haven)

38 *Economist*, June 2, 2021 - *Twilight of Tax Havens* - <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/01/twilight-of-the-tax-haven>; *Economist*, May 15, 2021 - *What would a new system for taxing multinationals look like* - [https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/13/what-could-a-new-system-for-taxing-multinationals-look-like?itm\\_source=parsely-api](https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/13/what-could-a-new-system-for-taxing-multinationals-look-like?itm_source=parsely-api)

39 Oliver Stone and Peter Kuznick - *The untold history of the United States* - Gallery Books, New York, 2019 - “It can certainly be said that our technological proficiency far exceeds our moral, social, and political development”. P. 734

40 Uma leitura particularmente importante é o livro de Manuel Castells, *Communication Power*, Oxford U.P., 2009. Sobre a dimensão das grandes corporações da área, ver Aran Ali - *Visual Capitalist* - 3 companies now make up 50% of US ad revenues: Google, Facebook, Amazon - July 18, 2021 - <https://www.visualcapitalist.com/3-companies-make-up-50-percent-of-us-ad-revenues/>



É igualmente importante estudar o dreno financeiro que representa a especulação imobiliária, tão bem apresentada no Brasil pela Ermínia Maricatto e Pedro Rossi.<sup>41</sup> Gigantescas fortunas são colocadas ao abrigo do fisco ao serem investidas em imóveis. As áreas nobres de Londres, por exemplo, têm inúmeras residências que pertencem a magnatas dos mais diversos países, esperando valorização.<sup>42</sup> A cidade de Vancouver, no Canadá, viu os custos de habitação explodir sob pressão de capitais chineses aplicados em imóveis, em geral não habitados, apenas reserva de valor que aumenta à medida que a pressão demográfica aumenta. É enriquecimento que não acrescenta disponibilidade de habitações, e sim gera apropriação especulativa. A compra de terras por grupos financeiros gera também encarecimento do seu uso para a agricultura. O verbete na Wikipédia sugere o óbvio: *"Um imposto sobre o valor da terra remove os incentivos financeiros para a posse de terra parada apenas para valorização, tornando mais terra disponível para usos produtivos."*<sup>43</sup> O rentismo drena investimentos que poderiam ser produtivos.

Não se trata de discussão semântica. Pois muito além da exploração salarial, temos de entender melhor os mecanismos atuais de apropriação do excedente social por meio do endividamento generalizado, do aumento extorsivo dos dividendos, de intermináveis patentes, da evasão fiscal, dos paraísos fiscais, da apropriação do capital natural do planeta, da microdrenagem de recursos por tarifas, das taxas sobre trans-

ferências internacionais, de cobranças sobre os cartões de crédito, do rentismo dos monopólios, dos monopólios de demanda, da especulação imobiliária, do comércio de informações pessoais, da manipulação publicitária individualizada e outros mecanismos que entendemos muito menos, e que somos individualmente incapazes de enfrentar.

Um salário extorsivo pode levar a uma greve, lutas, paralisia e acordos com a empresa. Quem é extorquido por uma taxa elevada de juros vai se manifestar frente a uma agência bancária? Uma parte importante do que você pagou no Uber vai para grupos financeiros nos Estados Unidos. Não é preciso fazer um cheque ou uma ordem de pagamento: é automático. O dinheiro imaterial é muito fluido, e vaza por todos os lados. Quanto mais os intermediários privados drenam os nossos recursos, mais apontam para os impostos.

A transformação nas formas de exploração nos obriga a repensar e redirecionar nossas frentes de luta. Com a pandemia, por exemplo, tornou-se evidente o caráter explorador da grande indústria farmacêutica, e as pessoas passaram a se dar conta da importância de repensar o sistema de patentes. O pagamento quase nulo de impostos pelos bilionários improdutivos mostra a que ponto é importante gerar um sistema articulado de cobrança internacional.

O travamento do acesso ao conhecimento científico por parte dos oligopólios mostra a necessidade de expandir o *Creative Commons*, *Open Access* e outros mecanismos colaborativos e gratuitos de comunicação

41 Ermínia Maricatto e Pedro Rossi – *O novo ataque cerrado às cidades brasileiras* – 27 de set. de 2021 – <https://outraspalavras.net/cidadesemtranse/o-novo-ataque-cerrado-as-cidades-brasileiras/>

42 GFI (Global Financial Integrity) – *Acres of Money Laundering* – August 21, 2021 – [https://gfintegrity.org/report/acres-of-money-laundering-why-u-s-real-estate-is-a-kleptocrats-dream/?utm\\_medium=email&hsmi=153147175&hsenc=p2ANqtz-dQDkw9bsAsfZWjlcFezC6\\_eVikqqfH6VqfmPIVWO7sNCCzRqzGBiK6QeYxEJOrVCZoBuBt9ku9K1AOcqSyAW7dy1g&utm\\_content=153147175&utm\\_source=hs\\_email](https://gfintegrity.org/report/acres-of-money-laundering-why-u-s-real-estate-is-a-kleptocrats-dream/?utm_medium=email&hsmi=153147175&hsenc=p2ANqtz-dQDkw9bsAsfZWjlcFezC6_eVikqqfH6VqfmPIVWO7sNCCzRqzGBiK6QeYxEJOrVCZoBuBt9ku9K1AOcqSyAW7dy1g&utm_content=153147175&utm_source=hs_email)

43 Wikipedia – *Real-estate bubble* – acessado em 19 de setembro de 2021 – "A land value tax removes financial incentives to hold unused land solely for price appreciation, making more land available for productive uses."

científica. O endividamento generalizado das famílias, das empresas e dos Estados aponta para a necessidade de assegurar, por meio de finanças públicas e de finanças de proximidade, que os recursos sejam direcionados para o desenvolvimento sustentável. O peso da indústria de gestão de fortunas (*asset management industry*) e de ativos financeiros em geral, BlackRock e semelhantes, precisa ser drasticamente reduzido: o dinheiro não é deles, e são gestores de capital improdutivo.

**A lógica geral propositiva é que quando os mecanismos de apropriação do excedente social se deslocam, mudam também as frentes de luta para que os recursos, que são da sociedade e não dos intermediários, voltem a servir à sociedade. Em outros tempos a luta era por socializar os meios de produção, as fábricas. Hoje o poder sobre as próprias fábricas de deslocou: o desafio principal está nos gestores improdutivos que se apropriaram do conjunto, inclusive em boa parte do sistema público, como por exemplo do Banco Central no Brasil, e do próprio sistema político, minando qualquer possibilidade de enfrentamento social pelas vias democrático-institucionais tradicionais.**

Um desafio particularmente complexo é que o dreno dos recursos econômicos da sociedade pelos intermediários dos mais diversos tipos, afeta também a base política das transformações. As grandes plataformas de comunicação e os sistemas online de serviços financeiros, e inclusive o sistema de exportação primária atual, geram pouquíssimos empregos. Estamos na era da *uberização*, do telemarketing, dos empregos precários e da massa de traba-

lhadores subutilizados, conforme vimos, porque os sistemas de pedágio econômico que passaram a predominar simplesmente não precisam de muitos trabalhadores. *"O que há de novidade no mundo do trabalho no Brasil é justamente a plataformização, que joga uma pá de cal no processo histórico de flexibilização e precarização do trabalho, agora em parceria com a financeirização, a dataficação e racionalidade neoliberal."*<sup>44</sup> A força social de transformação que representavam os trabalhadores formais nas grandes empresas diminuiu em número, ficou mais fragmentada em segmentos especializados, é frequentemente manejada à distância por algoritmos, e os sindicatos e diversas formas de representação se fragilizaram. O *precariado* nos leva a um outro conceito de luta de classes.

E a revolução digital, que caracteriza os novos tempos, nos leva a pensar no potencial de uma mudança cultural profunda na sociedade, deslocando o eixo principal de relações sociais baseado na competição, para uma sociedade centrada na colaboração. Não se trata aqui de um sonho humanista, e sim do fato que numa sociedade em que o principal fator de produção é o conhecimento, os processos colaborativos são simplesmente muito mais produtivos do que a competição. Robin Ahnel resume: *"Campanhas que já estão em curso podem começar com a transição da economia da competição e ganância (greed) para a economia de cooperação equitável."*<sup>45</sup> Grohmann apresenta as numerosas iniciativas no resgate do potencial da conectividade para uma gestão colaborativa em rede: *"As plataformas cooperativas podem ser de trabalhadores, consumidores ou multilaterais, o que mostra as múltiplas possi-*

---

44 Rafael Grohmann - *Para vencer a distopia da exploração digital* - Outras Palavras, 23 de agosto 2021 - <https://outraspalavras.net/trabalhoeprecariado/para-vencer-a-distopia-da-exploracaodigital/>

45 Robin Ahnel (postscript by Noam Chomsky) - *Economic Justice and Democracy: from Competition to Cooperation* - Routledge, New York and London, 2005, p. 254 - Importante leitura é também o livro de Paul Mason, *Postcapitalism*, Penguin, UK, 2015

*bilidades nos seus desenhos institucionais.*" São novas frentes de luta, muito além do nível de remuneração. O processo tecnológico não irá se reverter, precisa ter o seu sentido político revertido para que sirva à sociedade, e não às próprias plataformas.

Essa transformação tem sólida base: quando o fator principal de produção é o conhecimento, que com a conectividade online pode ser replicado ao infinito sem custos adicionais para quem o produziu, podemos generalizar o acesso, remunerando apenas os custos iniciais da sua geração, e multiplicando os benefícios por milhões de utilizadores. Na China, no quadro do CORE (China Open Resources for Education), um inovador recebe um bônus da instituição, e o avanço é repassado para toda a rede de universidades e centros de pesquisa, assim que ninguém fica reinventando a roda, todos trabalham na crista da inovação. Gera-se um ambiente colaborativo sistemicamente inovador. Wikipédia, *Open Access*, *Creative commons*, *OCW* do MIT e tantas outras experiências, apresentadas no livro *Wikinomics*, apontam para um caminho muito mais equilibrado e produtivo.<sup>46</sup>

O processo de construção interativa e colaborativa de conhecimento em rede é mais justo, pois permite reduzir o impacto de atravessadores que travam o acesso a um conhecimento que poderia multiplicar a produtividade de outros agentes. Gar Alperovitz e Lew Daly trazem aqui uma excelente análise, no livro *Apropriação Indébita*, mostrando por exemplo que se não fossem os avanços sobre a tecnologia do transistor e do microprocessador desenvolvidos por outros, um Bill Gates estaria na sua garagem brincando com tubos catódicos. Pagamos fortunas por um produto para o

qual a sua empresa contribuiu muito pouco, aproveitando conhecimentos desenvolvidos por outras instituições e centros de pesquisa, e destruindo competidores. Hoje somos forçados a utilizar o Word, por exemplo, simplesmente porque temos de utilizar o que os outros usam. Não há mercado nem competição, apenas monopólio de demanda e rentismo. Até quando ficaremos pagando esse pedágio? O conhecimento é uma construção social, e o seu retorno deve ser para a sociedade. O objetivo não é controlar o conhecimento, é libertá-lo dos atravessadores.<sup>47</sup>

A conectividade planetária permite muito mais gestão horizontal em rede, no lugar das gigantescas pirâmides de poder verticalizado. A riqueza do planeta, fruto dos avanços científicos e do desenvolvimento da capacidade produtiva, atingiu um nível que hoje permite que todos vivam de maneira digna e confortável, bastando para isso uma redistribuição moderada de riqueza, e em particular o controle do dreno financeiro por parte de agentes econômicos improdutivos. A guerra de todos contra todos, o *homo homini lupus*, com as tecnologias modernas de guerra, de sabotagem cibernética, de manipulação biológica, das técnicas de vigilância etc., apresenta-nos um horizonte destrutivo. Somos todos tripulantes da espaçonave terra, mas há os que preferem ser passageiros de luxo, e estão destruindo a própria nave.

A exploração por meio de salários baixos, a tradicional mais-valia extraída dos trabalhadores, continua sem dúvida presente. Mas a apropriação do excedente social se ampliou radicalmente, por parte de atravessadores de diversos tipos, que cobram pedágio sobre praticamente todas as nossas atividades, quer contribuam

46 Don Tapscott e Anthony Williams– *Wikinomics: how mass collaboration changes everything* – Penguin, US, 2006 (em português, publicado por Nova Fronteira em 2007) – <https://dowbor.org/2008/03/wikinomics-2.html>

47 Gar Alperovitz e Lew Daly – *Apropriação indébita* – Senac, São Paulo, 2010 – <https://dowbor.org/2010/11/apropriacao-indebita-como-os-ricos-estao-tomando-a-nossa-heranca-comum.html>

produtivamente ou não. Não há dúvidas quanto ao poder financeiro, midiático, militar e até de controle das pessoas pelos algoritmos individualmente direcionados, por parte dos gigantes corporativos. Mas é também fato que são não só improdutivos, como destroem a nossa base natural de sobrevivência, nos jogam numa situação de desigualdade explosiva, obrigam a massa da população a recorrer a atividades humilhantes para sobreviver no setor informal, isso quando a riqueza acumulada, os conhecimentos científicos e as tecnologias modernas permitem que o mundo se desenvolva de maneira sustentável e equilibrada.

Em particular, não há nenhuma razão econômica para tanta destruição, violência e sofrimento. Uma conta simples ajuda: os 88 trilhões de dólares que representam o PIB mundial, divididos pela população mundial de 7,8 bilhões de pessoas, equivalem a cerca de 20 mil reais por mês por família de quatro pessoas. Com uma moderada redução das desigualdades, com o que produzimos hoje poderíamos assegurar a todos uma vida digna e confortável, e financiar medidas para parar de destruir o planeta. A catástrofe em câmara lenta que vivemos não é inevitável. Não se trata

de “leis” econômicas, são escolhas políticas travestidas de *There is No Alternative* (TINA). Thomas Piketty deixa isso claro: “A desigualdade é antes de tudo uma construção social, histórica e política. Dito de outra forma, para o mesmo nível de desenvolvimento econômico ou tecnológico, existem sempre múltiplas formas de organizar um sistema de propriedade ou um regime de fronteira, um sistema social e político, um regime fiscal e educativo. Essas escolhas são de natureza política.”<sup>48</sup>

Como escreveu Martin Wolf, economista chefe do Financial Times, este sistema perdeu a sua legitimidade. É um gigante financeiro, mas com pés de barro por travar o desenvolvimento. Cabe a nós batalhar por uma sociedade que faça sentido, olhando o potencial colaborativo que se abre com a revolução digital. Construir o futuro é mais promissor do que tentar consertar o passado. A história da humanidade tem sido dominada por minorias que se apropriam do excedente social e que geram sucessivas narrativas ou contos de fadas para justificar a exploração. E para os que não acreditam em contos de fadas, naturalmente, há o porrete. Mecanismos de exploração, narrativas e o porrete continuam ativos. É tempo de nos civilizarmos.

---

48 Thomas Piketty, *Histoire de l'égalité*, Paris, Seuil, 2021, p. 20



# Notas Biográficas

## **André de Melo Modenesi**

Professor Associado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Doutor pela mesma instituição. Foi coordenador da área de macroeconomia do IE/UFRJ, entre 2010-2017. Autor do livro texto Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real (Manole, 2005), vencedor do Troféu Cultura Econômica (Jornal do Comércio e Caixa RS).

Economista, Mestre e Doutor em Saúde Coletiva pela UERJ. Pesquisador do Ipea.

## **Daniel Negreiros Conceição**

Professor de economia e gestão pública para o desenvolvimento econômico e social do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) na UFRJ e presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

## **Eduardo Fagnani**

Professor colaborador do Instituto de Economia da Unicamp.

## **Ilan Lapyda**

Sociólogo formado pela Universidade de São Paulo (USP) com intercâmbio de um ano na Universidade de Paris 10 - Nanterre, possui mestrado e doutorado em sociologia pela mesma instituição. Sua pesquisa versa sobre a questão da financeirização no capitalismo contemporâneo, tanto do ponto de vista teórico (mestrado) como analisando o caso do Brasil nos anos Lula (doutorado).

## **José Celso Cardoso Jr.**

Doutor em Desenvolvimento pelo IE-Unicamp, desde 1997 é Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA. Atualmente, exerce a função de Presidente da Afipea-Sindical e nessa condição escreve esse texto.

## **Ladislau Dowbor**

Economista, professor titular da PUC-SP, autor de numerosos livros, artigos e estudos técnicos, disponíveis gratuitamente online no site [www.dowbor.org](http://www.dowbor.org)

## **Márcio Gimene**

Analista de Planejamento e Orçamento do Governo Federal. Doutor em Geografia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Mestre em Geografia pela Universidade de Brasília e Economista pela UFRJ. Fez estágio de pós-doutorado no Instituto de Economia da UFRJ. Atualmente trabalha na Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia. É Editor da Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO e Presidente da Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento – Assecor.

## **Miguel Bruno**

Professor Pesquisador da Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE/IBGE e das Faculdades de Ciências Econômicas da UERJ e da Mackenzie Rio.

# Sumário

## **Apresentação**

### **Prefácio I**

Da Ambivalência da Financeirização aos Riscos Sistêmicos

*Pierre Salama*

### **Prefácio II**

Da Constituição Dirigente Invertida à Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil

*Gilberto Bercovici*

### **Estudo Introdutório**

A Dialética do Jogo Orçamentário-Financeiro no Brasil e o Plano de Organização do Livro

*José Celso Cardoso Júnior*

*Bráulio Santiago Cerqueira*

*Márcio Gimene*

## **Parte I**

**Fundamentos Teóricos e Históricos para o Estudo e Compreensão da Financeirização no Estágio Atual de Desenvolvimento do Modo de Produção, Acumulação e Exclusão Capitalista**

### **Capítulo 1**

A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos

*Miguel Bruno*

### **Capítulo 2**

Recursos Públicos para o Enriquecimento Privado: uma reflexão sobre o papel do Estado no atual padrão de acumulação (e o Brasil como paradigma)

*Leda Maria Paulani*

### **Capítulo 3**

#### **Aporias da Política Monetária em Perspectiva Histórica**

*Luiz Gonzaga Belluzzo*

*Lício da Costa Raimundo*

*Saulo Abuchedid*

### **Capítulo 4**

#### **Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República**

*Márcio Gimene*

*Daniel Negreiros Conceição*

*André de Melo Modenesi*

### **Capítulo 5**

#### **A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público**

*Daniel Negreiros Conceição*

*Fabiano Dalto*

### **Capítulo 6**

#### **Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro**

*Ana Carolina Nicacio*

*Pedro Rossi*

### **Capítulo 7**

#### **A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento**

*Ladislau Dowbor*

## **Parte II**

### **Dominância Fiscal-Financeira e Privatização da Esfera Pública no Brasil**

### **Capítulo 8**

#### **Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI**

*Ilan Lapyda*

### **Capítulo 9**

#### **Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações ao desenvolvimento nacional**

*José Celso Cardoso Jr.*

## **Capítulo 10**

Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização

*Eduardo Fagnani*

*José Celso Cardoso Jr.*

## **Capítulo 11**

A Financeirização Subsidiada: a consolidação do poder das finanças através dos recursos públicos

*Lucas Trentin Rech*

*Leandro Freitas Couto*

## **Capítulo 12**

O Desmonte do Estado por meio das Privatizações e Desnacionalização das Empresas Estatais Federais

*William Nozaki*

## **Capítulo 13**

Democracia Vilipendiada, Privatização e Desmonte de Políticas Públicas sob o Governo Bolsonaro

*Carlos Eduardo Santos Pinho*

*Arnaldo Provasi Lanzara*

## **Capítulo 14**

O Subfinanciamento do Estado Brasileiro e os Processos de Privatização e Financeirização dos Serviços Públicos

*Luiz Alberto Marques Vieira Filho*

## **Capítulo 15**

O Sistema da Dívida Aprofunda a Financeirização no Brasil

*Maria Lúcia Fattorelli*

## **Capítulo 16**

Endividamento das Famílias e Expropriação Salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além

*Denise Lobato Gentil*

*Miguel Bruno*

## **Capítulo 17**

Endividamento dos Servidores Públicos Brasileiros: armadilhas da expropriação salarial impulsionada pelo próprio Estado

*Miguel Bruno*

*Denise Lobato Gentil*



## **Parte III**

### **Do Austericídio à Desfinanceirização e Desprivatização do Estado e das Finanças Públicas no Brasil**

#### **Capítulo 18**

Sustentabilidade Fiscal e a Ilusão da Objetividade

*Emilio Chernavsky*

#### **Capítulo 19**

Austeridade Fiscal e Captura do Orçamento Público no Brasil

*Bruno Moretti*

*Francisco R. Funcia*

*Carlos O. Ocké-Reis*

#### **Capítulo 20**

Pandemia, Resposta Emergencial e os Riscos da Austeridade Fiscal no Brasil

*Rodrigo Octávio Orair*

#### **Capítulo 21**

Gasto Público com Pessoal Ativo na Federação Brasileira entre 2002/2020

*Gabriel Junqueira*

*Rodrigo Orair*

#### **Capítulo 22**

Gestão da Dívida Pública, da Liquidez e do Câmbio no Brasil, 2011 a 2019: custo fiscal e implicações para a superação da armadilha do baixo crescimento

*Luís Carlos G. de Magalhães*

*Carla Rodrigues Costa de Araújo*

*Kolai Zagbaï Joël Yannick*

#### **Capítulo 23**

O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal

*José Luís da Costa Oreiro*

*Helder Lara Ferreira Filho*

#### **Notas Biográficas**



# Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil

## Coletânea de Cadernos da Reforma Administrativa

Uma produção do Fonacate em parceria com a Servir Brasil

ACESSE A VERSÃO  
COMPLETA DA OBRA EM

**FONACATE.ORG.BR**  
OU PELO QR-CODE AO LADO









**FONACATE**

Fórum Nacional Permanente  
de Carreiras Típicas de Estado

[www.fonacate.org.br](http://www.fonacate.org.br)