

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**MATHEUS BITTENCOURT DE BRITO**

**DÍVIDA PÚBLICA: A BASE DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL**

**Porto Alegre**

**2021**

**MATHEUS BITTENCOURT DE BRITO**

**DÍVIDA PÚBLICA: A BASE DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL**

Dissertação submetida Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia

Orientador: Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Júnior

**Porto Alegre**

**2021**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Brito, Matheus Bittencourt de  
Dívida Pública: a base da financeirização no Brasil  
/ Matheus Bittencourt de Brito. -- 2021.  
126 f.  
Orientador: Ronaldo Herrlein Jr..

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,  
BR-RS, 2021.

1. Financeirização . 2. Economia Brasileira. 3.  
Dívida Pública. 4. Plano Real. I. Herrlein Jr.,  
Ronaldo, orient. II. Título.

**MATHEUS BITTENCOURT DE BRITO**

**DÍVIDA PÚBLICA: A BASE DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL**

Dissertação submetida Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia

Aprovada em Porto Alegre, 11 de setembro de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Júnior – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach  
UFRGS

---

Prof. Dr. Adalmir Antonio Marquetti  
PUC RS

---

Prof. Dr. Alex Wilhans Antonio Palludeto  
UNICAMP

*Este trabalho é dedicado a minha mãe, que sempre me apoiou e incentivou em meus estudos, a minha família e aos meus amigos, de classe e da vida.*

## AGRADECIMENTOS

A gratidão é uma virtude absoluta do gênero humano, sem a qual a vida em sociedade se tornaria fria e negativa. Este trabalho representa o progresso de um processo de consciência crítica cumulativa. Para chegar até aqui passou-se por diversas fases, desde o início dos estudos para o vestibular, até o momento presente. Portanto, os agradecimentos se justificam desde a gênese até o momento último da pós-graduação.

Assim, agradeço primeiramente a minha mãe, Alice Aparecida Bitencourt Bittencourt, sem a qual não poderia existir e nem ter forças para todas as rotinas de estudos. Agradeço também a toda minha família materna, ou seja, minha avó, Ivone Bitencourt da Silva, minhas três tias e um tio e seus respectivos filhos, meus primos e primas. Todas estas pessoas foram importantes e necessárias em minha jornada, desde o início dos estudos para o vestibular.

Agradeço ainda:

Aos meus amigos de Balneário Camboriú, do ensino médio e do curso preparatório para o vestibular da UFSC, com os quais sempre tive apoio e fidelidade.

Aos meus amigos de Florianópolis e do Estado de Santa Catarina, com os quais sempre pude contar e passei muitos momentos de alegria.

Aos amigos que conheci na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), a partir dos quais sempre tive parceria, conhecimento e união nos estudos para ANPEC.

Aos professores do departamento de economia e relações internacionais da UFSC, em especial ao Prof. Dr. Guilherme de Oliveira, que me incentivou e orientou no processo seletivo para pós-graduação.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, a partir dos quais expandi, de forma geral, meus conhecimentos e minhas inspiração intelectuais.

Aos meus amigos que conheci em Porto Alegre e no Estado do Rio Grande do Sul, tanto da turma como da vida, com os quais tive muitos momentos de reflexão, prazer e fraternidade.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Ronaldo, por meio do qual fui estimulado a ver e viver o mundo de forma crítica e solidária, além de aprender a cultivar a curiosidade intelectual e a militância política como um modo de vida.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), da qual obtive bolsa em durante todo o curso de mestrado, sem a qual não teria condições de manter-me até a conclusão do curso.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul, sobretudo à Faculdade de Ciências Econômicas, a partir das quais obtive acesso a uma estrutura material e intelectual de ótima qualidade durante todo o curso de mestrado.

*“A coisa mais importante para os brasileiros [...] é inventar o Brasil que nós queremos.”*

Darcy Ribeiro  
(O POVO..., 2000).

*“Teremos de renunciar a ter uma política de desenvolvimento da mesma forma que renunciamos, no fim do século passado, a ter uma política de industrialização? Devemos aceitar a crescente internacionalização dos circuitos monetários e financeiros com a conseqüente perda da autonomia de decisões? E isso numa fase em que o protecionismo dos países centrais se reafirma? Que conseqüências sociais devemos esperar de uma prolongada redução na criação de emprego?”*

Celso Furtado  
(FURTADO, 1982, p. 64).



## RESUMO

O processo de financeirização da economia é um fenômeno contemporâneo da evolução histórica do sistema capitalista. Dentre as diversas abordagens teóricas deste fenômeno, destaca-se a abordagem marxista, na qual autores como François Chesnais, Ben Fine, Gerald Epstein, José Carlos Braga, Costas Lapavistas, Gérard Duménil e Dominique Lévy apontam para uma nova lógica de reprodução da capital a partir de meados dos anos de 1970; aqui, as principais potências econômicas mundiais entram como sujeitos propagadores deste processo. A dívida pública, neste fenômeno, assume um papel fundamental no processo de formação e desenvolvimento da financeirização, sobretudo na sua abordagem marxista. A partir deste panorama geral, ancorando-se na abordagem marxista do processo de financeirização, objetivamos em nossa pesquisa caracterizar o processo de financeirização da economia brasileira e, por meio disso, identificar o papel da dívida pública nesse processo, visto que o dito processo já é reconhecido no debate heterodoxo acerca das características do capitalismo contemporâneo brasileiro. Disso, concluiu-se que a dívida pública brasileira, desde a gênese do processo de financeirização no Brasil, teve e tem um papel condicionante na origem e na manutenção da acumulação financeira no país, resultando, após o Plano Real, num mecanismo de manutenção da concentração de renda e de lastro seguro para valorização fictícia do capital no Brasil.

**Palavras-chave:** Financeirização. Abordagem marxista. Economia brasileira. Dívida pública. Plano Real. Concentração de renda.

## **ABSTRACT**

The financialization process of the economy is a contemporary phenomenon of the historical evolution of the capitalist system. Among the various theoretical approaches to this phenomenon, the Marxist approach stands out, in which authors such as François Chesnais, Ben Fine, Gerald Epstein, José Carlos Braga, Costas Lapavistas, Gérard Duménil and Dominique Lévy point to a new logic of reproduction of the capital from the mid-1970s; here, the main world economic powers enter as subjects that propagate this process. In this phenomenon, public debt assumes one fundamental role in the process of formation and development of financialization, especially in its Marxist approach. Based on this general panorama, anchoring on the Marxist approach to the financialization process, we aim, in our research, to characterize the financialization process of the Brazilian economy and, through this, to identify the role of public debt in this process, since this process is already recognized in the heterodox debate about the characteristics of contemporary Brazilian capitalism. From this, it was concluded that the Brazilian public debt, since the genesis of the financialization process in Brazil, had and has a conditioning role in the origin and maintenance of financial accumulation in the country, resulting, after the Real Plan, in a mechanism for maintaining the concentration of income and of an insurance ballast for fictitious capital appreciation in Brazil.

**Keywords:** Financialization. Marxist approach. Brazilian economy. Public debt. Real Plan. Income concentration.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Quadro 1</b> — As três etapas da emergência das finanças de mercado mundializadas: caracterização geral e medidas de maior destaque .....	43
<b>Quadro 2</b> — Dívida Fiscal Líquida .....	70
<b>Figura 1</b> — Abertura econômica, desequilíbrio externo e endividamento público.....	89
<b>Gráfico 1</b> — Evolução da carga tributária bruta brasileira — anos selecionados — 1994-2016 (% do PIB).....	93
<b>Gráfico 2</b> — Evolução do superávit primário e dos juros nominais pagos pelo setor público — 1996-2013 (% do PIB) .....	95
<b>Gráfico 3</b> — Evolução das despesas do Tesouro Nacional com pessoal e encargos sociais e com encargos da dívida pública mobiliária federal — anos selecionados — 1996-2018 (% da Receita Corrente Líquida) .....	97
<b>Gráfico 4</b> — Evolução da composição da DPF — 2002-2019.....	105
<b>Gráfico 5</b> — Detentores da DPMFI — 2019 (inclui operações de mercado aberto ou compromissadas) .....	106

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> — Brasil: Taxa Over/Selic — Média Anual —, IPCA e INPC — 1995-2002.....	87
<b>Tabela 2</b> — DLSP e NFSP — conceito nominal — anos selecionados 1994-2015 e 2016 (% do PIB) .....	88
<b>Tabela 3</b> — Carga Tributária por Base de Incidência — 2016 .....	94
<b>Tabela 4</b> — Evolução da dívida líquida — fatores condicionantes — Setor público consolidado — 2002 – 2013 (R\$ bilhões).....	96
<b>Tabela 5</b> — Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos e CEF nos ativos totais do segmento bancário, anos selecionados — 1994-2016 .....	99
<b>Tabela 6</b> — Os 5 maiores bancos — indicadores selecionados — 2016.....	100
<b>Tabela 7</b> — Contas selecionadas da demonstração de resultado de nove grandes bancos* privados — Médias Mensais (R\$ milhões) .....	101
<b>Tabela 8</b> — Resultado bruto da intermediação financeira do conglomerado bancário I — 2007-2015 (R\$ bilhões de 2013) .....	102
<b>Tabela 9</b> — Participação dos Títulos e Valores Mobiliários no Ativo Total dos 50 Maiores Bancos Brasileiros: anos selecionados — 1995-2017 (R\$ milhões) .....	103
<b>Tabela 10</b> — Títulos Públicos Federais e Operações de Mercado Aberto: participação percentual por indexador — anos selecionados — 1994-2018 e 2019.....	104

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO.....</b>	<b>17</b>
2.1	A ABORDAGEM MARXISTA DO FENÔMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO .....	17
2.1.1	O Capital portador de juros e seus desdobramentos .....	17
2.1.2	Capital Fictício, Sistema de Crédito e seus desdobramentos .....	25
2.1.3	Implicações do Sistema de Crédito para o funcionamento do modo de produção capitalista.....	33
2.1.4	Algumas considerações acerca da apropriação de Marx pelos marxistas contemporâneos .....	36
2.1.5	A Financeirização pelos marxistas.....	39
2.2	O DEBATE ACERCA DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL.....	56
2.2.1	A Financeirização no Brasil .....	57
<b>3</b>	<b>A NATUREZA FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA .....</b>	<b>68</b>
3.1	GÊNESE E DESENVOLVIMENTO .....	68
3.1.1	Breve introdução ao tema da dívida pública .....	68
3.1.2	O Contexto histórico pré-Plano Real .....	73
3.2	DÍVIDA PÚBLICA, PLANO REAL E FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL.....	83
3.2.1	O Plano Real e a Dívida Pública .....	84
3.2.2	A Dívida Pública Interna como base da financeirização no Brasil.....	91
<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>110</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>114</b>
	<b>ANEXO A — EVOLUÇÃO DO ESTADO BRASILEIRO: UMA PERIODIZAÇÃO POR MUDANÇAS INSTITUCIONAIS.....</b>	<b>120</b>
	<b>ANEXO B — FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA: FLUXOS ACUMULADOS NO ANO EM MILHÕES DE REAIS (1996-2006)</b>	<b>124</b>
	<b>ANEXO C — FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA EM PORCENTAGEM DO PIB (1996-2006).....</b>	<b>125</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O processo de *financeirização* no capitalismo vem ganhando a cada dia mais a atenção dos cientistas sociais em geral — sobretudo dos economistas. O estudo do papel das finanças na lógica do modo de produção capitalista já tem sua semente plantada nas considerações que Marx faz acerca do *capital portador de juros*, no livro terceiro de O Capital<sup>1</sup>. Posteriormente, o conhecimento teórico e empírico do fenômeno da financeirização teve contribuições de diversas escolas do pensamento econômico até os dias atuais. Assim, dentre as escolas do pensamento econômico com maiores contribuições ao estudo da financeirização no sistema capitalista, podemos citar três, a saber: a *Escola Regucionista Francesa*, com autores como Michel Aglietta e Robert Boyer; a *Escola Pós-Keynesiana*, com autores como Engelbert Stockhammer, Ismail Erturk, Thomas Palley e Hyman Minsky; e a *Escola Marxista*, com autores como François Chesnais, Ben Fine, Gerald Epstein, José Carlos Braga, Costas Lapavistas, Gérard Duménil e Dominique Lévy. (ANDRADE; FERES, 2018; SILVA, 2016).

Seguindo a abordagem marxista, o processo de financeirização no capitalismo — a despeito de alguns aspectos de sua natureza já terem sido identificados por Marx no século XIX — é um fenômeno que tem sua gênese a partir da segunda metade século XX. Nessa nova forma de reprodução, o ciclo  $D-D^2$  do capital se universaliza de forma inexorável na lógica do capitalismo contemporâneo. Nesse processo, o movimento do capital portador de juros, isto é, dinheiro que gera mais dinheiro, mostra-se como a forma geral do capital. A partir disso, as diferentes abordagens acerca do processo de financeirização na literatura marxista vão teorizar o fenômeno ponderando os aspectos que julgam mais determinantes para a sua compreensão (SILVA, 2016). Em François Chesnais, por exemplo, destaca-se o surgimento de uma esfera paralela de *acumulação financeira* de capital, ao lado da *acumulação real* de capital. Tal forma de acumulação surge a partir da *autonomização* do capital portador de juros e da proeminência da figura do *capitalista passivo*, ou seja, aquele que pode valorizar seu capital de forma *externa* à criação e apropriação da mais-valia. Aqui, pois, se apresenta a noção de *exterioridade* do capital portador de juros, isto é, a emergência

---

<sup>1</sup> Para maiores detalhes, ver seções IV e V de Marx (2017).

<sup>2</sup> Como destacado por Marx (2017), a forma  $D-D'$  é a forma mais alienada e fetichista do capital. Nessa forma, o capital se apresenta de forma absoluta e autônoma ao processo de produção, como tendo a propriedade "mágica" de gerar mais dinheiro do dinheiro, isto é, o que Marx vai chamar de capital portador de juros. Nesse sentido, ficam claras — à luz da elaboração de Marx — as contradições e ilusões desta forma aparente do capital, ou seja: que, na verdade, o acréscimo de valor em  $D'$  nada mais é que uma parcela da mais-valia produzida pelo capital —  $D$  — emprestado e empregado como capital.

do capital-propriedade ao lado do capital-função<sup>3</sup> e progressivamente subordinando-o; submetendo o capital industrial<sup>4</sup> à lógica do capital portador de juros. A dinâmica referida se apresenta na forma de um aumento extraordinário do peso da acumulação de direitos — títulos, ações, obrigações etc.— sobre a produção futura. A proliferação destes direitos ressalta a dominância do *capital fictício* — nas formas principais de capital bancário, títulos da dívida pública e ações — sobre as demais formas do capital. Este processo marca a proeminência do capital financeiro no capitalismo mundial, a partir da segunda metade do século XX (SILVA, 2016).

Como referido acima, os títulos da dívida pública são parte constitutiva do processo de acumulação financeira. No entanto, o papel dos títulos da dívida pública<sup>5</sup> na dinâmica da acumulação financeira varia de país para país. Nesse sentido, encontra-se o escopo de nosso trabalho, isto é, *analisar o papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira*. Neste escopo, objetiva-se destacar as características principais da gênese e desenvolvimento do processo de financeirização no Brasil, à luz da hipótese de que a dívida pública é o eixo basilar desse processo. Logo, a compreensão *concreta* do capitalismo contemporâneo brasileiro remete à análise teórica do processo de financeirização num contexto de *totalidade*, considerando a dívida pública mesma como sendo a mediação central específica à realidade brasileira. Além disso, vale destacar que em virtude da natureza complexa do objeto em questão e das restrições temporais de nossa pesquisa, limitamos o horizonte temporal da análise. Nossa exposição tem seu início histórico a partir do Plano

---

<sup>3</sup> Os conceitos de capital-propriedade e capital-função em Marx referem-se às formas de manifestação e atuação do capital. Enquanto o conceito de capital-propriedade relaciona-se a manifestação jurídica da propriedade do capital, o conceito de capital-função relaciona-se ao capital em sua plena atividade funcional de autovalorização no processo de produção. Nesse sentido, o capitalista em função, ou capitalista ativo, é aquele que efetivamente aplica o capital que recebe no processo de produção, enquanto o capitalista proprietário é caracterizado por aquele que tem a propriedade jurídica do capital. Maiores detalhes desse processo serão expostos no capítulo seguinte.

<sup>4</sup> O conceito de capital industrial em Marx distingue-se do sentido comum. Embora o autor trate quase exclusivamente desse tipo de capital nos livros primeiro e segundo de *O Capital*, somente no segundo livro se explicita seu conceito, que corresponde ao capital que produz mais-valia (em contraste com o capital comercial e o capital a juros), assumindo sucessiva e simultaneamente as formas de capital-dinheiro, capital produtivo e capital-mercadoria.

<sup>5</sup> Vale ressaltar que a questão da dívida pública em sua relação com o processo de acumulação não é algo novo, e, mais do que isso, ela foi considerada na investigação de Marx. Para o autor, o mecanismo da dívida pública é um dos eixos propulsores da acumulação primitiva, de modo a funcionar como um importante instrumento de consolidação das relações capitalistas de produção. Em suma: como uma “fada madrinha da acumulação” a dívida pública dota o dinheiro da capacidade criadora como se fosse uma “varinha de condão” (BRETTAS, 2013).

Real, evento político-econômico substantivo para a compreensão do papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira, como se verá ao longo deste trabalho.

Os temas da dívida pública e do fenômeno da financeirização são por si mesmos complexos e, desse modo, exigem, individualmente, um esforço analítico demasiado grande. Assim, a fim de expor o escopo de nosso estudo de forma mais clara e sintética possível, faz-se necessário estruturar um caminho expositivo entre o ponto de partida e o ponto de chegada de nosso objetivo geral. Logo, ao analisar o papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira, objetiva-se, aqui, como caminho mediador, quatro objetivos específicos, a saber:

- a) *caracterizar o processo de financeirização da economia brasileira;*
- b) *examinar os instrumentos institucionais por meio dos quais a dívida pública brasileira se relaciona com a financeirização;*
- c) *expor os principais mecanismos que sustentam o processo de financeirização no Brasil; e, por fim,*
- d) *investigar os vínculos entre a condução da política econômica, o desenvolvimento da dívida pública e o processo de financeirização no Brasil.*

Ademais, a título de hipóteses para a narrativa histórica, pressupõem-se que seis eventos foram condicionantes acerca do papel da dívida pública no processo de financeirização no Brasil: são eles:

- a) a introdução da indexação monetária no Brasil em 1964 estabeleceu o dispositivo básico que permitiu a criação de instrumentos que fomentaram a interconexão da dívida pública brasileira com o processo de financeirização;
- b) os anos de 1970 marcam a gênese do processo de financeirização da economia brasileira;
- c) a crise da dívida externa brasileira, na década de 1980, ao impor à economia brasileira um regime econômico e institucional de ajuste interno, foi um episódio condicionante para o fortalecimento do processo de financeirização no país;
- d) o Plano Real foi um processo econômico-político que, por meio da estabilização monetária ancorada em reservas cambiais, operou no sentido de fomentar o processo de acumulação financeira no Brasil;
- e) a década de 1990 consolida a dívida pública como o principal meio de sustentação da acumulação financeira no Brasil; e



- f) junto ao processo de financeirização no Brasil criou-se, ao longo dos anos 1980 e 1990, uma estrutura institucional, de natureza cumulativa, que protege e fortifica a lógica de valorização financeira.

Nessa direção, a justificativa da necessidade de um estudo dessa natureza é imposta pela realidade brasileira das últimas décadas por meio de alguns fatos, a saber: o crescimento da dívida pública e elevada taxa juros na economia brasileira, como fenômenos correlacionados;<sup>6</sup> o Brasil está no grupo dos países com as maiores taxas de juros do mundo (MACHADO, 2018); o Estado brasileiro gastou, em 2017, cerca de 6,11% do PIB com juros nominais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018); os cinco maiores bancos do Brasil<sup>7</sup> concentraram, em 2018, 84,8% das operações de crédito no país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019). Nesse contexto, perguntas acerca da realidade brasileira surgem, tais como: Quem ganha e quem perde com a evolução da financeirização da economia brasileira? Quem paga, em última instância, os juros e encargos financeiros do Estado brasileiro? A quem interessa a manutenção da concentração bancária no Brasil? Por que o poder político brasileiro parece naturalizar o pagamento crescente com juros e encargos da dívida pública? A quem interessa que o Brasil esteja entre os países com as maiores taxas de juros reais do mundo? Com isto, o estudo de tais temas torna-se cada vez mais necessário, a fim de elucidar os mistérios por trás do *sistema da dívida pública* brasileira em sua relação com a financeirização, visto as peculiaridades que tais fenômenos têm da sociedade brasileira. A título de exemplo, dado o caráter coletivo da dívida pública, o *modus operandi* que ela adquiriu no Brasil está em contradição com o que poderíamos pensar sobre a função da dívida pública, isto é: ao invés de financiar investimentos em educação, saúde, ciência, infraestrutura etc., os gastos com a dívida pública brasileira têm assumido, cada vez mais, um caráter financeiro, podendo ser a situação resumida pela máxima: *quanto mais se paga, mais se deve*.

A exposição que segue está estruturada, além desta introdução, em três capítulos. No capítulo subsequente — capítulo segundo — discutiremos a base teórica de nosso trabalho, ou seja, exporemos, inicialmente, de forma sintética, algumas considerações de Marx acerca das categorias essenciais que fundam a explicação do fenômeno contemporâneo da financeirização, a partir das quais os marxistas teorizam o fenômeno mesmo; em seguida, o capítulo prossegue com a exposição da abordagem marxista mesma do processo da

<sup>6</sup> Maiores detalhes deste processo serão mostrados ao longo deste trabalho.

<sup>7</sup> Banco do Brasil, Bradesco, Caixa Econômica Federal, Itaú e Santander.

financeirização, através de alguns de seus expoentes: François Chesnais, José Carlos Braga, Costas Lapavistas, Gérard Duménil, Dominique Lévy entre outros; na parte final do capítulo, exporemos as principais contribuições acerca do processo de financeirização no Brasil, apresentando-se uma síntese dos principais trabalhos constantes na literatura brasileira acerca do fenômeno. Com isso, buscamos estabelecer um subsídio teórico para explorar posteriormente a manifestação da financeirização na economia brasileira.

No capítulo terceiro, encontra-se o núcleo de nosso trabalho. Inicialmente, em virtude da opção de iniciar nossa análise da dívida pública brasileira a partir do Plano Real, será exposto, em retrospectiva, o contexto histórico de evolução da dívida pública brasileira a partir da década de 1970, em seu desenvolvimento concomitante com o processo de financeirização. Ademais, vale destacar, que a amplitude do contexto histórico escolhido corresponde uma exigência metodológica, pois, como se verá ao longo da exposição, os anos de 1970 marcam o início do processo de financeirização na economia brasileira e, por conseguinte, a gênese do consórcio íntimo entre este processo e a dívida pública brasileira. Na segunda metade do capítulo terceiro, exporemos a evolução da dívida pública brasileira, a partir do Plano Real, inserindo-a no contexto do fenômeno da financeirização na economia brasileira. Neste estágio de apresentação, portanto, procurar-se-á identificar os principais agentes e instituições envolvidos no sistema da dívida pública brasileira, em outras palavras: a economia política da dívida pública brasileira. E, por fim, no capítulo quarto, apresentamos a conclusão do estudo e algumas indicações para trabalhos futuros.

## 2 O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Neste capítulo será apresentada a estrutura teórica utilizada em nosso trabalho. Como base essencial, o capítulo inicia com a exposição sintética das considerações de Marx acerca das categorias funcionais determinantes das condições para o fenômeno da financeirização; na sequência, parte-se para apresentação das considerações dos marxistas contemporâneos a respeito do processo de financeirização no modo de produção capitalista; e, por fim, na metade final do capítulo, expõe-se as principais interpretações, da literatura brasileira, acerca da adesão do Brasil ao fenômeno da financeirização.

### 2.1 A ABORDAGEM MARXISTA DO FENÔMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO

Nesta seção apresentar-se-á a abordagem marxista do fenômeno da financeirização. Inicialmente, exporemos sinteticamente as considerações de Marx acerca das categorias fundamentais que estabelecem as condições para o processo de financeirização; em seguida, finaliza-se a seção com as contribuições dos marxistas contemporâneos sobre o fenômeno em questão.

#### 2.1.1 O Capital portador de juros e seus desdobramentos

A categoria principal — da qual deriva a base da teorização posterior do fenômeno da financeirização — para a compreensão do processo de financeirização é o que Marx chamou de *capital portado de juros*. Aqui, o dinheiro se transforma em capital, ou seja, o dinheiro adquire um novo valor de uso, que é funcionar como capital e, por conseguinte, gerar lucros. Isto significa que o proprietário do capital monetário — dinheiro usado para produzir mais-valia — pode, no modo de produção capitalista, alienar o valor de uso desse capital para funcionar como capital (MARX, 2017). Assim, neste contexto, surge a *mercadoria capital*, uma forma desenvolvida do capital:

*A mercadoria capital se diferencia essencialmente do capital-mercadoria e do capital-dinheiro, que são formas do capital que, no processo de circulação, são sempre trocadas por equivalente. Ao contrário, mercadoria capital não se troca por equivalente, mas é apenas cedida a um terceiro, que a aplica na sua função de capital. Após produzir lucros a partir de trabalho alheio não pago, retorna*

posteriormente ao seu proprietário, dotada de seu valor original e acrescida de juros. (GRAZZIOTIN, 2015, p. 89).

O que ocorre, pois, é que a circulação do capital portador de juros difere da circulação do capital em geral; a forma de *empréstimo* é que caracteriza a circulação mercadoria capital (MARX, 2017). Como consequência dessa forma peculiar, ocorre uma alienação temporária da posse do dinheiro, ou seja, a propriedade não é cedida, razão pela qual não haver uma troca de equivalentes no processo de circulação da mercadoria capital (GRESPLAN, 2011). A alienação característica desse processo é simplesmente uma transação jurídica, que nada tem a ver com o processo real de reprodução do capital. Logo:

Ponto de partida e ponto de retorno, cessão e restituição do capital emprestado, aparecem, pois, como movimentos arbitrários, mediados por transações jurídicas efetuadas antes e depois do movimento efetivo do capital e que com ele não têm relação nenhuma (MARX, 2017, p. 478).

A partir disso, basta que o capital retorne ao seu proprietário de origem portando um excedente, o juro, para que tal capital assuma a forma de capital portador de juros. Nas palavras de Marx:

Diferente é o que acontece com o capital portador de juros, e justamente isso constitui seu caráter específico. O possuidor de dinheiro, que quer valorizá-lo como capital portador de juros, aliena-o a um terceiro, lança-o na circulação, converte-o em mercadoria *como capital*; e não só como capital para ele mesmo, mas também para outros; ele não é capital apenas para quem o aliena, mas é desde o início transferido a um terceiro como capital, como valor que possui o valor de uso de criar mais-valor<sup>8</sup> [mais-valia], lucro; como um valor que conserva a si mesmo no movimento e que, depois de ter funcionado, retorna àquele que o desembolsou originalmente, no caso em questão, ao possuidor do dinheiro; [...] (MARX, 2017, p. 473).

No que diz respeito ao juro, para Marx, ele origina-se da mais-valia produzida e apropriada pelo capital ao ser aplicado como capital industrial ou comercial. Logo, o *juro*, na concepção de Marx (2017), é uma parcela do lucro, a parte do lucro que cabe ao prestamista.

Da noção do capital portador de juros deriva-se a noção de *capital de empréstimo*, que é a forma que assume o capital-dinheiro que é adiantado. Em suma, o próprio capital portador

---

<sup>8</sup> O termo *mais-valor* é o termo original da edição Marx (2017) e é sinônimo de *mais-valia*; *mais-valor* é o termo adotado nas traduções mais recentes das obras de Marx. Optamos por utilizar no texto e nas citações o termo *mais-valia* em virtude de sua maior popularidade na discussão da teoria de Marx; nas citações usaremos o termo original conforme a fonte, com o acréscimo do termo *mais-valia* entre colchetes quando necessário.

de juros é uma forma de capital de empréstimo. Aqui, os agentes assumem duas funções, isto é: a de prestamista, exercida pelo proprietário do capital de empréstimo; e a de prestatário, que é exercida por aquele que recebe o capital, o capitalista ativo, capitalista em função (GRAZZIOTIN, 2015).

Assim, o movimento de valorização em que se insere o capital portador de juros pode escrito da seguinte forma:

$$D — D — M — D' — D'$$

Onde, no primeiro movimento, D–D, ocorre a alienação do capital-dinheiro ao capitalista em função, o empréstimo propriamente dito. Em seguida, no segundo movimento, D–M–D', ocorre a aplicação do capital pelo capitalista em função como capital industrial ou comercial, gerando mais-valia. Por fim, no movimento final, D'– D', ocorre o retorno do capital a seu proprietário, o capitalista prestamista, acrescido do juro. Aqui o movimento ocorre do seguinte modo:

Como D' ou  $D + \Delta D$ , ele reflui do movimento para as mãos do capitalista em atividade B. Este o transfere de volta a A, porém acrescido de uma parte do lucro, como capital realizado,  $D + \Delta D$ , no qual  $\Delta D$  não equivale ao lucro inteiro, mas a uma parte dele, isto é, aos juros (MARX, 2017, p. 470).

Do ponto de vista do capitalista prestamista, o capital-dinheiro aparece sob a forma D–D', ou seja, como se o dinheiro tivesse a propriedade de gerar mais dinheiro independentemente do processo de produção. Esta forma aparente, portanto, esconde o processo de valorização do capital, que decorre precisamente da aplicação do capital como capital industrial ou mercantil. Logo, o capital portador de juros é uma forma autônoma do capital que apresenta uma forma aparente de circulação desligada de sua base real, e é precisamente isto que o distingue (HARVEY, 2014). Além disso, vale destacar que o empréstimo e o reembolso são transações jurídicas e, por conta disso, parecem ser movimentos arbitrários, dependendo simplesmente da convenção entre os agentes (GRESPLAN, 2011). Isso fortifica a natureza exteriorizada<sup>9</sup> e superficial do capital portador de juros, em que a transação jurídica esconde a fonte material do juro, a produção de mais-valia (MARX, 2017).

<sup>9</sup> “No capital portador de juros, tudo se apresenta externamente: o adiantamento do capital como sua mera transferência do prestamista ao prestatário; o refluxo do capital realizado como mero reembolso, como restituição do capital, com juros, do prestatário ao prestamista” (MARX, 2017, p. 488).

No que diz respeito ao *juro*, como dito, ele é sempre uma parcela do lucro médio que é apropriada pelo capitalista prestamista de capital-dinheiro. Ou seja, o juro é sempre parte do excedente de valor produzido<sup>10</sup>. Como o capital-dinheiro é transacionado — sua cessão temporária — no mercado e demandado por sua capacidade — seu valor de uso como valor-capital — de gerar lucro, o juro aparece como o preço da *mercadoria capital*. Todavia, segundo Marx (2017, p. 485): “O preço se reduz aqui a sua forma puramente abstrata e carente de conteúdo, como uma soma de dinheiro determinada que é paga por algo que, de um modo ou de outro, figura como valor de uso [...]”. Assim, o preço da referida *mercadoria capital* tem um caráter irracional e vazio, pois não é expressão de um valor numa transação de equivalentes. O preço pago não isenta o prestatário de restituir integralmente o valor do capital-dinheiro cedido. Desse modo, surge aqui um valor duplicado: o valor do capital-dinheiro e um preço — sendo este uma expressão monetária de valor — diferente deste valor (MARX, 2017). O proprietário de capital-dinheiro encontra-se em posição de exigir uma participação na mais-valia produzida, sem entregar em troca um valor equivalente. Isso é possível, segundo Marx, em virtude de que no modo de produção capitalista há uma inversão nas leis de apropriação, de tal modo que o princípio distributivo com base no trabalho é substituído por outro princípio distributivo, o da propriedade privada, como norma geral de apropriação neste sistema (GRESPLAN, 2011).

Dado que o juro é parte constitutiva do lucro médio, os determinantes da taxa de juros estão invariavelmente relacionados com este. Desse modo, o limite máximo do juro é, em condições normais, o limite máximo de produção de lucro médio. De outro modo, isto significa que, no limite, a mais-valia, obtida com a circulação e aplicação do capital de empréstimo pelo capitalista em função, pode ser inteiramente apropriada pelo capitalista prestamista. Portanto, a taxa de juros depende, em primeiro lugar, da taxa geral de lucro, como seu limite, e, em segundo lugar, da concorrência entre prestamistas e prestatários, ou da oferta e da demanda por capital-dinheiro. A taxa de juros irá definir a proporção em que o lucro total é repartido entre prestamistas e prestatários. Desse modo, mantendo-se inalteradas as demais circunstâncias, ou seja, considerando constante a proporção entre os juros e o lucro total, o capitalista produtivo estará disposto a pagar juros mais altos ou mais baixos em

---

<sup>10</sup> Marx (2017) não desconhece que os juros podem ser pagos a partir de salários e outros rendimentos, mas trata o mercado de crédito e os movimentos da taxa de juros como determinados fundamentalmente pela oferta e pela demanda dos capitalistas por capital-dinheiro.

proporção direta ao nível da taxa de lucro<sup>11</sup> (MARX, 2017). No entanto, Marx destaca duas condicionantes da taxa de juros que são independentes das oscilações da taxa de lucro, são elas:

- a) o surgimento e crescimento de uma classe de rentistas que vivem dos juros do capital monetário, à medida que os países vão ficando velhos e ricos, de modo a aumentar a oferta de prestamistas; e
- b) pelo desenvolvimento do sistema de crédito, na função de mobilização das economias de todas as classes e no uso dessas economias como capital monetário (HARVEY, 2014).

Por outro lado, de modo geral, há uma diferença qualitativa entre a taxa de geral de lucro e a taxa de juros, a saber: “[...] a taxa de juros se apresenta como uma grandeza dada, definida e tangível, enquanto a taxa geral de lucro se limita a ser uma tendência, uma média em torno da qual oscilam as taxas de lucro efetivas a partir da concorrência entre capitalistas” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 97). Por conseguinte, a taxa de juros se manifesta como uma magnitude dada, por ser o preço uniforme do dinheiro enquanto capital, de forma semelhante ao preço de mercado das mercadorias.

Dessa diferença qualitativa da taxa de juros, Marx (2017) constata que a taxa média de juros vigente num dado país não pode ser determinada por nenhuma lei econômica; é nesse sentido que Marx entende que não existe nenhuma *taxa natural de juros*. Ou seja, a taxa de juros é estabelecida, em condições normais, simplesmente pela concorrência<sup>12</sup> entre os capitalistas prestamistas e os capitalistas empresários por capital de empréstimo e pelo costume e tradição legal, na medida em que tal taxa não existe somente como grandeza média, mas como grandeza efetiva; isso ocorre precisamente pela natureza mesma dos juros, que nada mais são que uma parte do lucro médio. Nesse sentido, a taxa de juros é uma grandeza dada, com existência própria, em contraposição com a taxa geral de lucro, que se apresenta com um caráter tendencial, por meio do nivelamento dos preços de mercado aos preços de produção.

---

<sup>11</sup> Disso Marx infere que, em função da lei de queda tendencial da taxa de lucro, com o desenvolvimento da produção capitalista tende a haver uma queda no limite máximo da taxa de juros: “disso se segue que a taxa de juros mais alta ou mais baixa num país é inversamente proporcional ao nível de seu desenvolvimento industrial, sempre que a diferença das taxas de juros expresse efetivamente a diferença das taxas de lucro” (MARX, 2017, p. 494).

<sup>12</sup> Neste caso, o equilíbrio entre oferta e demanda nada explica da determinação da taxa de juros, pelo contrário: “Quando o elemento decisivo é a concorrência como tal, a determinação é, por si mesma, fortuita, puramente empírica, e só o pedantismo ou a fantasia podem pretender desenvolver essa casualidade como algo necessário” (MARX, 2017, p. 498).

Nesse contexto, a taxa média de juros aparece em cada país, ao longo do tempo, como uma grandeza dada em um determinado ponto do tempo, porque a taxa geral de lucro se apresenta como uma média variável de múltiplas taxas particulares de lucro e que não é fixada com exatidão em um dado momento. Ao mesmo tempo, no caso da taxa de juros de mercado, esta é dada, a cada momento, como uma grandeza fixa, pois no mercado monetário todo o capital emprestável confronta-se, como uma massa total, com sua procura pelo capital em funcionamento, de modo que o que decide a taxa de juros de mercado é a relação entre oferta e demanda de capital emprestável.

Nas palavras de Marx:

[...] o capital portador de juros, embora seja uma categoria absolutamente diferente da mercadoria, converte-se numa mercadoria *sui generis*, que tem nos juros seu próprio preço, o qual, tal como o preço de mercado das mercadorias comuns, é fixado em cada momento pela ação da oferta e da demanda. A taxa de juros de mercado, apesar de flutuar constantemente, aparece em cada momento tão constantemente fixada e uniforme como o preço de mercado da mercadoria. Os capitalistas monetários oferecem essa mercadoria, e os capitalistas produtivos a compram, formando assim sua demanda. (MARX, 2017, p. 501).

Isso ocorre precisamente em virtude do juro provir do lucro médio. Trata-se, em princípio, de uma diferença quantitativa, da divisão de uma mesma coisa, o lucro médio, em juro e lucro — ou ganho — empresarial — residual —, ambos rendimentos do capital. Essa diferença quantitativa ocorre em razão da natureza dos juros, ou seja:

Se nos perguntamos por que os limites da taxa média de juros não podem ser derivados de leis gerais, a resposta a isso reside simplesmente na natureza mesma dos juros, que não são mais que uma parte do lucro médio. O mesmo capital aparece numa dupla determinação, como capital emprestável nas mãos do prestamista e como capital industrial ou comercial nas mãos do capitalista em atividade. Mas ele só funciona uma vez — e só uma vez produz lucro. No próprio processo de produção, o caráter do capital como capital emprestável não desempenha papel nenhum. De que maneira esse lucro é repartido entre as duas pessoas que o reivindicam é, por si só, um fato puramente empírico, que pertence ao reino da casualidade tanto quanto a repartição dos percentuais do lucro comum de uma companhia entre os diversos coparticipantes (MARX, 2017, p. 498–499).

Por outro lado, a referida divisão quantitativa entre o juro e o lucro do empresário tonar-se-á uma divisão qualitativa com o desenvolvimento do sistema de crédito. O que ocorre é que, a partir de certo momento, a totalidade do capital passa a diferenciar-se em capital portador de juros e capital produtor de lucro de empresário. Desse modo, o juro aparece como a remuneração da mera propriedade do capital, simplesmente como fruto da



propriedade do capital.<sup>13</sup> Dessa aparência do fenômeno em questão, ocorre que as duas categorias que são inerentemente relacionadas, o juro e o lucro do empresário, se apresentam, agora, como coisas independentes uma da outra, como se sua origem fosse algo diverso. Em consequência disso, essa diferença qualitativa se aplica para a totalidade dos capitais e dos capitalistas,<sup>14</sup> de modo que mesmo o capitalista individual que opere somente com seu capital próprio diferencie o juro e o lucro do empresário na remuneração do seu capital. Nesse contexto, o capital-dinheiro aparece como uma forma autônoma de capital e o juro como uma forma autônoma de mais-valia. A partir dessa autonomia cristaliza-se uma oposição entre o juro e o lucro do empresário, de modo a esconder a sua fonte de mais-valia, o trabalho alheio não-pago (MARX, 2017). Logo, a relação capital-trabalho se desvanece de forma geral nos juros:<sup>15</sup>

Por outro lado, na forma dos juros apaga-se essa antítese em relação ao trabalho assalariado, pois o capital portador de juros não tem como termo antagônico o trabalho assalariado, mas o capital ativo; o capitalista prestamista confronta-se como tal diretamente com o capitalista que atua de fato no processo de reprodução, mas não com o trabalhador assalariado, que se encontra expropriado dos meios de produção justamente com base na produção capitalista. O capital portador de juros é o capital como propriedade diante do capital como função. Enquanto o capital não funciona, ele não explora os trabalhadores nem assume uma posição antitética em relação ao trabalho. (MARX, 2017, p. 520–521).

Em função disso, o lucro do empresário aparece como resultado do esforço do capitalista no exercício das funções de gestão e organização do trabalho, de exploração do

---

<sup>13</sup> Isso ocorre em virtude de que o princípio da propriedade privada atua, aqui, dentro do próprio conceito de capital, resultado da separação de base entre capital como propriedade e como uso dos meios de produção. “Ou seja, em última análise, o que divide as partes do lucro e os grupos de capitalistas é a diferença no “título de direito” que cada um possui. Pela forma jurídica, o princípio central da propriedade privada se põe claramente à mostra.” (GRESPLAN, 2011, p. 25).

<sup>14</sup> O caráter social que assume essa diferença qualitativa relaciona-se a três motivos essenciais: a) pela circunstância empírica de que a maioria dos capitalistas industriais trabalha com capital próprio e emprestado, em proporções diversas; b) pela razão do capital portador de juros existir historicamente como uma forma pronta muito antes de existirem o modo de produção capitalista e as ideias de capital e lucro que lhe correspondem; e c) pela existência da classe de capitalistas monetários, do capital monetário e do juro independente da atuação do capitalista industrial (MARX, 2017).

<sup>15</sup> Neste ponto, Harvey (2014) destaca que a luta de classes, no contexto contemporâneo de capitalismo dominado pelas finanças, torna-se mais opaca e abstrata, o que parece correto. Contudo, ele argumenta no sentido de que é mais provável que sejam as “empresas em geral” — sobretudo as pequenas e médias —, e não os trabalhadores, que tendam a se opor ao poder dos bancos e instituições financeiras. Se as empresas em geral estão financeirizadas, talvez em grau maior as grandes empresas, o fenômeno alcança também as pequenas e médias, além de variados estratos sociais, então esse argumento de Harvey parece antiquado. O poder dos bancos e instituições financeiras é um dos traços da financeirização, mas não a distingue de outras fases do capitalismo como distingue o traço do amplo estabelecimento de interesses rentistas e da lógica patrimonial-financeira para além dessas instituições. Isso não prejudica sua conclusão de que a dinâmica da luta de classes pode ser desvirtuada e distorcida.

trabalho alheio. Logo, “[...] quando considerada como remuneração da atividade de gestão, coordenação e supervisão do empresário, o lucro do empresário assume a forma de salário de superintendência.” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 106). Nesse sentido, os salários de superintendência aparecem como um salário maior do que o do trabalhador assalariado, em virtude da suposta maior complexidade do trabalho exercido pelo capitalista e porque, em princípio, o capitalista paga a si mesmo. Desse modo, a função do capitalista de extrair mais-valia dos trabalhadores fica encoberta. Daí a suposta justificativa para o lucro do capitalista: o esforço de seu trabalho (MARX, 2017).

Ademais, Marx (2017) infere a possibilidade real de completa separação entre a propriedade do capital e o trabalho de direção e supervisão, pois nada implica que seja o capitalista em si que o exerça. Assim, por conseguinte, ocorre a autonomização do trabalho de direção e supervisão. Em outras palavras:

A decorrência disso é que o trabalho de direção e supervisão pode ser exercido por um trabalhador que assume a função de gestor, de dirigente, e recebe como remuneração salário de superintendência, que nada mais é que parcela da mais-valia. Esta é uma forma que se desenvolve no próprio seio do modo de produção capitalista e, sem rompê-lo, liberta-se de seu caráter capitalista antitético proveniente da relação capital-trabalho. (GRAZZIOTIN, 2015, p. 110).

Por ser precisamente mera parcela da mais-valia, como o juro, o salário de superintendência define-se pelo preço de mercado, pelos movimentos entre oferta e demanda, pois com o desenvolvimento da produção capitalista surge uma numerosa classe de dirigentes industriais e comerciais — conhecidos hoje como CEOs<sup>16</sup> (HARVEY, 2014).

A partir do que foi exposto até aqui, constatou-se a natureza superficial, fetichista e reificada<sup>17</sup> do capital portador de juros. Desse modo, a circulação do capital portador de juros encobre a mediação originária do lucro, a saber, as relações sociais de produção inerentes ao processo de produção de mais-valia. Por isso, trata-se de uma forma irracional, vazia de sentido. “O capital aparece como fonte misteriosa e auto criadora de juros, de seu próprio incremento” (MARX, 2017, p.537).

Em suma:

A *coisa* (dinheiro, mercadoria, valor) é, por si só, capital, e o capital aparece como simples coisa; o resultado do processo inteiro de reprodução aparece como uma

<sup>16</sup> *Chief Executive Officer* ou Diretor Executivo.

<sup>17</sup> “Reificação é o ato de transformar relações humanas em propriedades inerentes às coisas. Trata-se, portanto, da coisificação das relações sociais, expressão do fenômeno do fetichismo da mercadoria.” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 111).

qualidade inerente a uma coisa material; depende da vontade do possuidor do dinheiro, isto é, da mercadoria em sua forma constantemente mutável, se ele irá desembolsá-lo como dinheiro ou alugá-lo como capital. No capital portador de juros, portanto, produz-se em toda sua pureza esse fetiche automático do valor que se valoriza a si mesmo, do dinheiro que gera dinheiro, mas que, ao assumir essa forma, não traz mais nenhuma cicatriz de seu nascimento. A relação social é consumada como relação de uma coisa, o dinheiro, consigo mesma. (MARX, 2017, p. 537)

O juro, desse modo, passa a aparecer como fruto do capital, independente de qualquer circunstância. A capital rende juros, porém não necessariamente precisa para tal ser capital em operação, isto é: basta ser capital em si, capital monetário. Em virtude disso, o rendimento dos juros passa a aparecer como algo relacionado somente com o tempo, pois a taxa de juros é a taxa pela qual todo capital é capaz de valorizar-se periodicamente. Portanto, o capital portador de juros afeta a aparência das relações sociais de produção e se mostra como a forma mais desenvolvida e reificada da relação capitalista (GRAZZIOTIN, 2015). Daí que, como se verá adiante, quando a lógica do capital portador de juros assume a dominância na reprodução do capital, a natureza do modo de produção capitalista é alterada, inaugurando um novo *modus operandi*, ou seja, o que se conhece hoje como *financeirização*.

### 2.1.2 Capital Fictício, Sistema de Crédito e seus desdobramentos

Como consequência do desenvolvimento do capital portador de juros no sistema capitalista emerge a categoria do *capital fictício*. Assim como ocorrera com o capital portador de juros, no capital fictício o processo de valorização do capital aparece como uma qualidade inata dele, separada do processo de trabalho. O surgimento do capital fictício ocorre em função da autonomização do juro, como um fruto “natural” de todo capital e do estabelecimento da taxa de juros com um “fato social”. Desse modo, a partir de qualquer renda monetária periódica pode se conceber um valor-capital, que seria sua fonte. Ou seja:

A formação do capital fictício tem o nome de capitalização. Para capitalizar cada receita que se repete com regularidade, o que se faz é calculá-la sobre a base da taxa média de juros, como o rendimento que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria; se, por exemplo, a receita anual é = £100 e a taxa de juros é = 5%, então £100 seriam os juros anuais de £2.000, que poderiam ser agora consideradas o valor-capital do título jurídico de propriedade sobre as £100 anuais. (MARX, 2017, p. 635)

O caráter fictício desse capital, segundo Marx (2017), surge porque nem todo rendimento periódico resulta de capital em função, de modo que esse valor pode consistir em um valor-capital fictício e o capital que se apresenta desta forma é capital fictício. Ademais, Marx apresenta dois tipos de capital fictício, a saber: um em que o capital fictício representa algo que não é originalmente capital; e outro em que o capital fictício representa um capital efetivo que já existe previamente. No que diz respeito ao primeiro tipo, destaca-se a dívida pública, que corresponde a um capital emprestado ao Estado e por ele consumido. Isto é:

O próprio capital foi consumido, gasto pelo Estado. Ele deixou de existir. O que o credor do Estado possui é: 1) um título de dívida pública, digamos de £100; 2) o direito, que esse título de dívida lhe confere, de participar das receitas anuais do Estado, isto é, sobre o produto anual dos impostos, em determinada soma — digamos, de £5 ou 5%; 3) a possibilidade de vender a outros, quando quiser, esse título de dívida de £100. (MARX, 2017, p. 634).

Desse modo, o capital dos credores do Estado não existe como capital em função, é fictício. O valor emprestado ao Estado não existe mais, e jamais se destinou a ser gasto como capital. Aqui os juros, que cabem aos credores da dívida pública, figuram como uma parte dos impostos anuais arrecadados pelo Estado. Além disso, em contraste com a dívida pública, a força de trabalho também pode ser considerada um capital fictício, no sentido de que o salário aqui é concebido como os juros e a força de trabalho como capital que o gera;<sup>18</sup> aqui Marx (2017) destaca a irracionalidade dessa concepção, que em vez de explicar a valorização do capital pela exploração da força de trabalho, compreende-se a produtividade de força de trabalho pelas circunstâncias de que a própria força de trabalho é uma mera coisa, a qual poderia ser capitalizada — algo puramente ilusório — como capital portador de juros. Por fim, podemos citar a terra, no sentido que o valor-capital da terra pode ser obtido, no sistema capitalista, capitalizando seu rendimento periódico, a renda da terra, a uma determinada taxa de juros, de modo a obtermos um valor-capital presente em função de seus rendimentos periódicos<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> No contexto contemporâneo de hegemonia do neoliberalismo as teorias do “capital humano” ilustram bem este ponto. Nesse sentido, “Se os trabalhadores recebem salários baixos, é por culpa deles mesmos, diz-se, porque não se deram ao trabalho de investir em seu próprio capital humano. Se todos investissem adequadamente, teriam salários muito mais altos. Então por que temos atualmente motoristas de táxi com diploma de doutorado?” (HARVEY, 2014, p. 262).

<sup>19</sup> Marx indica que a concepção da força de trabalho como capital que rende juros é puramente ilusória, em contraste com o valor-capital fictício representado pelos títulos da dívida pública e pela terra, cuja propriedade pode efetivamente ser objeto de transferência. No caso da força de trabalho, isso configuraria relações de propriedade sobre a pessoa do trabalhador, isto é, relações escravistas.

No que diz respeito ao segundo tipo, destacam-se as ações de empresas, que são títulos de propriedade que correspondem ao capital empregado e operado nas empresas. Tais ações dão o direito a seu detentor a receber uma parcela da mais-valia gerada no futuro pelo capital empregado; é este rendimento que, ao ser capitalizado, forma o valor-capital fictício das ações. Dessa forma, cria-se aparência de que o capital existe duplamente: uma na forma de capital efetivo, empregado; e outra na forma de um valor fictício da ação (GRAZZIOTIN, 2015). No entanto, o capital não pode existir duas vezes, ele só pode existir como capital realmente investido nas empresas; a ação, portanto, não é nada mais que um título de propriedade que dá o direito a participar da mais-valia realizada no futuro (MARX, 2017).

Portanto, têm-se como condição para que um título assuma a forma de capital fictício, com valor que varia de acordo com rendimentos futuros: “(1) apresentar rendimentos futuros, independentemente de sua fonte; e (2) assumir forma em que seja transferível.” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 119). Tais títulos, desse modo, têm seu valor sempre como um rendimento capitalizado, com base na taxa de juros vigente, que origina um capital ilusório, que aparece como fonte do rendimento; o valor de mercado desses títulos é, assim, em parte especulativo e em parte dependente dos ganhos esperados, calculados por antecipação (MARX, 2017). Nesse sentido, o valor de tais títulos é independente do movimento do valor do capital real que representam; logo, a emissão de títulos a fim de financiar o emprego do capital industrial e/ou comercial não vincula o preço desses títulos ao funcionamento do capital real, de modo a perder-se a conexão inicial de tais títulos com os capitais que o correspondem. Isso ocorre em virtude de que os títulos transformam-se em mercadorias, com preço que varia segundo leis próprias. De modo que:

Todos esses títulos não representam mais do que direitos acumulados, títulos jurídicos sobre a produção futura, cujo valor monetário ou valor-capital não representa capital nenhum, como no caso da dívida pública, ou é regulado independentemente do valor do capital real que representam. (MARX, 2017, p. 638).

Daí que se possa compreender o descolamento, nas últimas décadas, entre a riqueza financeira e a riqueza material, de modo que as crises em mercados financeiros ocorrem sem abalar, diretamente, as condições básicas de reprodução do capital<sup>20</sup>.

A partir desta noção, Marx (2017) ressalta a emergência da acumulação de capital-dinheiro. Fenômeno, inerente às economias capitalistas, relacionado à acumulação de capital-

---

<sup>20</sup> Maiores detalhes sobre este fenômeno serão abordados na sequência.

dinheiro, na forma de uma acumulação de direitos sobre a produção, uma acumulação do preço de mercado do valor-capital fictício desses direitos.

No que diz respeito ao sistema de crédito, seu fundamento inicial é o crédito comercial e o dinheiro de crédito. O crédito comercial, origina-se da função de meio de pagamento do dinheiro. Aqui, vende-se a mercadoria trocando-a não por dinheiro, mas por uma promessa de pagamento em determinado prazo; se estabelece, com isso, uma relação entre credor e devedor (MARX, 2017).

Embora o crédito comercial seja uma possibilidade já na circulação simples de mercadorias, seu desenvolvimento pleno só ocorre na economia capitalista, e o sistema de crédito só emerge com a conjugação do crédito comercial com o crédito bancário. Ademais, o crédito comercial, na forma de emissão de letras,<sup>21</sup> apresenta duas características importantes, isto é:

- a) as próprias letras podem cumprir a função de meio de circulação e de meio de pagamento, dado que representam pagamento futuro;
- b) as letras, também, ao circularem, podem poupar meios de pagamento por meio de sua liquidação mediante compensação (GRAZZIOTIN, 2015).

Desse modo, o crédito substitui o dinheiro nas funções de meio de circulação e meio de pagamento. O dinheiro de crédito, nesse sentido, nada mais é que uma forma do dinheiro que é criada pelos agentes privados por meio da circulação e compensação de suas dívidas. Assim, o dinheiro de crédito se baseia na circulação das letras e cédulas bancárias<sup>22</sup>, e não na circulação de metal ou papel moeda emitido pelo Estado (GRAZZIOTIN, 2015). Por conta disso, o crédito comercial — as letras — abre a possibilidade de acelerar as metamorfoses das mercadorias no processo de circulação:

Portanto, o crédito serve aqui de mediador da metamorfose da mercadoria; não só M –D, mas também D –M e o processo real de produção. Abundância de crédito dentro do ciclo da reprodução — abstraindo do crédito bancário — não significa abundância de capital desocupado, que se oferece para empréstimo e procura um investimento rentável, mas uma grande ocupação de capital no processo da reprodução. O crédito medeia aqui, portanto: 1) na medida em que se consideram os capitalistas industriais, a transição do capital industrial de uma fase a outra, a conexão entre esferas vinculadas da produção; 2) na medida em que se consideram os comerciantes, o transporte e a transferência das mercadorias de mãos, até sua venda definitiva por dinheiro ou sua troca por outras mercadorias (MARX, 2017, p. 654).

<sup>21</sup> Letras nada mais são do que promessas escritas de pagamento com prazo fixo de vencimento (MARX, 2017).

<sup>22</sup> “A cédula bancária não é outra coisa senão uma letra de câmbio sobre o banqueiro, de pagamento à vista e ao portador, e que o banqueiro emite em vez de letras privadas.” (MARX, 2017, p. 553).

Neste processo, a letra — ou o crédito comercial — assume a forma de capital de empréstimo, é capital emprestado em troca de promessa de pagamento. Assim, “[...] o crédito proporciona a aceleração, no processo de produção, do fornecimento de matérias-primas, matérias auxiliares e de meios de trabalho” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 126). Além disso, vale destacar, que todo o encadeamento de créditos, ao longo dos processos de produção e circulação do capital, depende da frequência em que ocorrem as vendas, isto é, a transformação da mercadoria em dinheiro e, por conseguinte, possibilitando o pagamento das letras.

Se o fiandeiro recebeu uma letra do fabricante de chita, então este poderá pagar-lhe se, nesse ínterim, vendeu a chita por ele lançada no mercado. Se o especulador de trigo deu uma letra de câmbio a seu agente, então este poderá pagar o dinheiro se, nesse ínterim, conseguiu vender o trigo pelo preço esperado. Esses pagamentos dependem, portanto, da fluidez da reprodução, isto é, dos processos de produção e de consumo. Mas, como os créditos são mútuos, a solvência de cada um depende ao mesmo tempo da solvência dos outros, pois, ao emitir a letra de câmbio, cada um deles confia, seja no retorno do capital em seu próprio negócio, seja no retorno no negócio de um terceiro que tem de lhe pagar uma letra (MARX, 2017, p. 651).

Todavia, por outro lado, o crédito comercial apresenta alguns limites. Um deles diz respeito aos retornos em dinheiro do capital-mercadoria adiantado como capital de empréstimo, pois, nesse caso, os retornos podem atrasar-se ou os preços das mercadorias podem cair. Nesse contexto, a metamorfose da mercadoria em dinheiro é comprometida e, por conseguinte, todo o encadeamento de letras a serem saldadas no vencimento é dificultado. Caso não ocorra o referido retorno do dinheiro, o crédito comercial depara-se com outro limite, a saber, a disponibilidade de capital de reserva por parte dos industriais e comerciantes para pagarem as letras, levando ao caso limite de falência, caso o pagamento das letras consuma todo o capital do devedor (MARX, 2017).

Com o desenvolvimento do modo de produção capitalista, ao crédito comercial acrescenta-se o crédito monetário propriamente dito. Nesse contexto, ampliam-se também os fundos monetários, na forma de capital-dinheiro. A partir disso nasce o capital bancário, que consiste em fundos monetários guardados nos bancos que assumem a forma de capital de empréstimo. Assim, o banqueiro tem a função de administrar esse capital portador de juros na forma de capital-dinheiro emprestável (MARX, 2017). Este processo é um desenvolvimento fundamental para o sistema de crédito, e decorre dos seguintes fatos:

a) como visto na circulação do capital, parte do capital aplicado necessariamente assume a forma de capital-dinheiro durante a sua circulação, pelo menos

- momentaneamente, tornando-se fundos monetários que cumprem funções específicas para o seu ciclo;
- b) o capital-dinheiro, a partir da forma de capital portador de juros, pode ser adiantado como capital de empréstimo, recebendo por isso juros, e todo capital-dinheiro disponível aparece como tendo a capacidade de receber juros como sua propriedade inerente;
- c) todo capital-dinheiro disponível agrega-se em tesouros geridos pelo capital bancário, e torna-se função do banqueiro administrar esta massa de capital-dinheiro de empréstimo (GRAZZIOTIN, 2015, p. 130).

Em função disso, todo o capital-dinheiro disponível fica acessível por intermédio dos bancos, consolidando-se um mercado de dinheiro organizado. Assim, o banqueiro cumpre a função de agregar todo o capital monetário social<sup>23</sup> e, com isso, é capaz de concentrar capital em grande escala, possibilitando aos banqueiros uma influência cada vez maior no processo de reprodução do capital. Desse modo, o banco é elo intermediário entre os capitalistas prestamistas de dinheiro e os capitalistas prestatários, por meio de diferentes formas de crédito bancário lastreados, essencialmente, na grande massa de capital monetário emprestável (MARX, 2017).

A respeito da forma com a qual os banqueiros valorizam o capital bancário, podemos citar duas: o desconto de letras e as diferentes formas de empréstimos. No caso das letras, o que ocorre é nada mais que operações de compra e venda das letras, ou seja, operações de desconto. “O ato do banqueiro de comprar essas letras é uma forma de valorizar o seu capital bancário, pois, na data de vencimento, recebe mais dinheiro do que gastou na compra. Assim, as letras passam a ser, para ele, forma do capital portador de juros.” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 133). Nesse sentido, o ato de descontar é nada mais que trazer a valor presente, de acordo com a taxa de juros vigente, o valor-capital fictício do título, isto é, o seu preço de mercado. Desse modo, o banco converte a letra em dinheiro antes de seu vencimento, aplicando uma taxa de desconto. Por consequência:

O desconto de letra, portanto, é a forma como o crédito comercial e o crédito bancário se entrelaçam, formando um encadeamento de dívidas e descontos capaz de acelerar o processo de reprodução. Se antes, apenas com o crédito proveniente do próprio comércio com a emissão de letras, o processo de reprodução já se encontrava acelerado, estando sempre à frente da realização da venda das mercadorias e da reversão das mesmas em dinheiro, agora, com o desconto das letras adquiridas, essa tendência se exacerba ainda mais. Os capitalistas industriais e

<sup>23</sup> No que diz respeito à fonte, esse capital-dinheiro pode provir dos seguintes meios: a) dos depósitos dos capitalistas industriais e comerciais, mantidos como fundos de reserva para realização de pagamentos periódicos relacionados à circulação de seu capital; b) das rendas em geral, como lucros ou salários dos trabalhadores; c) dos depósitos de dinheiro dos capitalistas monetários, que transferem seus fundos aos bancos, a fim de emprestá-los a juros; e d) das poupanças de dinheiro de todas as classes, sobre as quais incide juros (MARX, 2017).



comerciais, ao descontarem letra, recebem adiantado do banco, na forma de dinheiro, o valor que receberiam apenas após certo prazo. (GRAZZIOTIN, 2015, p. 134).

No que diz respeito à segunda forma de valorização do capital bancário, a saber, o empréstimo do capital monetário disponível, a valorização ocorre por meio do adiantamento dessa massa de capital na forma de capital portador de juros. Dito isto, o lucro bancário, portanto, provém, “[...] em geral, em pegar emprestado a juros menores do que aqueles pelos quais ele empresta.” (MARX, 2017, p. 552).

Ademais, vale destacar como é composto do capital bancário, segundo Marx (2017). Com efeito, de modo agregado, o capital bancário divide-se em capital de terceiros e capital próprio. Nesse sentido, o referido capital compõe-se do seguinte modo: em dinheiro propriamente dito ou símbolos de dinheiro — ouro; e em títulos em geral, como letras, apólices, títulos da dívida pública, ações e hipotecas. Ademais, a maior parte do capital bancário é puramente fictícia,<sup>24</sup> seja ela pertencente ao banco ou aos seus depositantes. Por conseguinte, os valores dos títulos que fazem parte do capital bancário variam em função dos rendimentos esperados e das taxas de juros, portanto sem uma relação necessária com o capital efetivo que representam. Logo, a natureza do capital bancário, seja na forma de títulos ou de capital-dinheiro, é fictícia.

Por fim, cabe destacar algumas considerações de Marx acerca da dívida pública. Na visão de Marx, o problema da dívida pública no sistema capitalista está intimamente relacionado à expansão do papel do Estado, que seria uma forma que a burguesia se utiliza para compensar sua população excedente, na forma de salários do Estado, pelo que não pode embolsar nas formas de lucro, juros e aluguéis. Nesse contexto, o desenvolvimento do Estado capitalista cria uma tendência inexorável ao déficit público (DAVANZATI; PATALANO, 2017). O Estado, assim como os agentes privados, pode emitir suas próprias dívidas. No entanto, por outro lado, o objetivo do Estado ao emitir suas dívidas é adquirir capital-dinheiro. Nesse sentido, a dívida pública é nada mais que um título representativo de capital

---

<sup>24</sup> “A maior parte do capital bancário é, pois, puramente fictícia e consiste em títulos de dívidas (letras de câmbio), títulos da dívida pública (que representam capital pretérito) e ações (direitos sobre rendimentos futuros). E não devemos esquecer que o valor monetário do capital representado por esses papéis nos cofres do banqueiro é, ele mesmo, fictício, na medida em que tais papéis consistem em direitos sobre rendimentos seguros (como no caso dos títulos da dívida pública) ou títulos de propriedade de capital real (como no caso das ações) e que esse valor é regulado diferentemente do valor do capital real, que, ao menos em parte, esses papéis representam; ou quando representam mero direito a rendimentos, e não capital, o direito ao mesmo rendimento é expresso num montante de capital monetário fictício constantemente variável.” (MARX, 2017, p. 639).

consumido, que não existe mais (MARX, 2017). Por conseguinte, trata-se de uma forma de se apropriar do valor arrecadado pelo Estado na forma de tributos (GRAZZIOTIN, 2015).

Em síntese, tal processo manifesta-se do seguinte modo:

Em primeiro lugar, o credor cede ao Estado capital na forma de capital portador de juros, como empréstimo. O Estado, ao obter o capital, emite o título de dívida. Ao mesmo tempo, se o capital não é aplicado na reprodução pelo próprio Estado, é consumido na forma de dispêndios específicos do Estado e deixa de existir como capital. Apenas investido como capital poderia transformar-se em valor que se mantém. (GRAZZIOTIN, 2015, p. 148).

Em decorrência disso, o Estado compromete-se com a obrigação de pagar anualmente<sup>25</sup> aos seus credores determinada quantia de juros pelo capital emprestado, sendo a fonte de tais pagamentos os tributos anuais arrecadados pelo Estado. Aqui ocorre o que Davanzati e Patalano (2017) chamam de *expropriação fiscal*, isto é, a tese marxista de que quando o Governo deve pegar seus credores, ele precisa aumentar a tributação e que os impostos — direta ou indiretamente — são cobrados, em sua maior parte, sobre o trabalho — salários —, uma vez que os trabalhadores têm menos poder de barganha na esfera política do que os capitalistas<sup>26</sup>. Além disso, em virtude de os títulos da dívida pública representarem rendimentos futuros, eles adquirem um caráter fictício, isto é, um valor-fictício correspondente às leis do capital fictício. Nesse contexto, dado que esses títulos servem de capital para seus possuidores, os tributos recolhidos pelo Estado tornam-se uma fonte de acumulação para o capital excedente, anteriormente gerado no processo de reprodução (GRAZZIOTIN, 2015). Logo, no Estado moderno capitalista o volume da produção nacional tende a ser desproporcionalmente menor do que o volume da dívida pública, onde os títulos da dívida pública tornam-se o objeto mais importante de especulação. Assim, o aumento da dívida pública torna-se um dos dispositivos mais importantes que permitem a reprodução capitalista, de modo a tornar o endividamento estatal uma necessidade e a tributação excessiva um princípio na ordem capitalista (DAVANZATI; PATALANO, 2017).

---

<sup>25</sup> Como se verá posteriormente, a partir da forma assumida pela dívida pública no capitalismo contemporâneo, a frequência temporal na qual o Estado compromete-se a pagar suas obrigações com a dívida pública pode variar.

<sup>26</sup> Segundo Davanzati e Patalano (2017), isso ocorre porque os bancos podem financiar as despesas públicas por meio do seu poder de criar dinheiro e os capitalistas por meio de seus lucros acumulados na compra de títulos públicos. Em suma, os bancos, por serem credores do Estado podem reagir à tributação recusando-se a comprar títulos públicos; e os capitalistas, por sua vez, podem reagir à tributação por meio de “greve de capital”, ou seja, adiando investimentos. Desse modo, na lógica de Marx, por conta dos salários de subsistência recebidos pelos trabalhadores, eles não podem tornar-se credores do Estado, reduzindo seu poder de barganha na concepção do sistema tributário; a política fiscal, nesses termos, torna-se endogenamente determinada pelo poder político dos bancos, grandes e pequenas empresas e trabalhadores.

Em consequência disso, ocorre o que pode ser chamado de *acumulação de capital via dívida pública*. Nesse processo, surge necessariamente uma classe de credores do Estado, mais precisamente: agentes com o direito sobre uma determinada quantia do total de tributos arrecadados. Desse modo, criam-se fundos públicos e novas bases para a tributação estatal, a fim de honrar as obrigações com a dívida pública (GOMES, 2007).

Em suma:

A acumulação do capital da dívida pública revelou-se como sendo apenas um aumento na classe de credores do Estado, que detêm o privilégio de retirar antecipadamente para si certas somas sobre a massa dos impostos públicos. Por meio desses fatos, nos quais até uma acumulação de dívidas pode aparecer como acumulação de capital, é revelado a que extremo de distorção chega o sistema de crédito. Esses títulos de dívida, que são emitidos sobre o capital originalmente emprestado e gasto há muito tempo, essas duplicatas de papel de um capital já consumido, servem para seus possuidores como capital na medida em que são mercadorias que podem ser vendidas e, com isso, reconvertidas em capital (MARX, 2017, p. 647–648).

Portanto, o próprio Estado figura como parte constitutiva do circuito de acumulação de capital. E a dívida pública assume um caráter necessariamente fictício, sem correspondência com a (re)produção e valorização do capital real na produção capitalista, em virtude da forma na qual o Estado emite suas dívidas e as honra. Nesse quadro, o processo de acumulação de capital via dívida pública tende a concentrar a renda em favor dos capitalistas financeiros por duas vias principais:

- a) pelo dito processo de expropriação fiscal; e
- b) pela redução nos salários causada pelo aumento no desemprego resultante da redução dos investimentos no setor produtivo, que por sua vez é causada por um crescimento na aplicação dos lucros acumulados pelos capitalistas em atividades especulativas (DAVANZATI; PATALANO, 2017).

Nesse contexto, portanto, na visão de Marx, a dívida pública no sistema capitalista atua no processo de reprodução do capital e de redistribuição de renda.

### **2.1.3 Implicações do Sistema de Crédito para o funcionamento do modo de produção capitalista**

Inicialmente, vale destacar os condicionamentos do sistema de crédito nas taxas de juros da economia. Em primeiro lugar, devido à concentração do capital social nos bancos a

taxa de juros aparece como uma taxa dada, como o preço geral para a *mercadoria capital*. Em suma, a formação de taxas de juros mais ou menos homogêneas é condicionada pela concorrência por capital-dinheiro de empréstimo. Nesse sentido, o desenvolvimento do sistema de crédito, ao concentrar o capital-dinheiro disponível de todas as classes, atua no sentido de uma redução tendencial no patamar das taxas de juros (MARX, 2017).

Além disso, nessa mesma direção, pela sua própria relação íntima com a taxa geral de lucros — como visto —, o nível da taxa de juros é condicionado, em certa medida, pelo nível da taxa geral de lucro. No entanto, por outro lado, a relação condicional direta entre a taxa de geral de lucros e a taxa de juros, segundo Marx (2017), não apresenta uma determinação rígida; pois uma alta taxa geral de lucro não leva necessariamente a uma alta taxa de lucro do empresário; pois é possível que a referida alta taxa geral de lucro seja concomitante a uma alta taxa de juro e, portanto, coexista com uma baixa taxa de lucro do empresário.

Ainda no que diz respeito às flutuações da taxa de juros, Marx aponta o movimento do mercado mundial como uma das causas dessas flutuações. Aqui, o processo de variação da taxa de juros origina-se em virtude da diferença dessa taxa entre diferentes países — nos quais o desenvolvimento do sistema de crédito e das taxas de lucros é desigual —, relacionado às diferentes possibilidades de aplicação do capital-dinheiro disponível.

Por fim, e não menos importante, as variações nas taxas de juros devem-se, essencialmente, às variações na oferta e demanda por capital-dinheiro, isto é, à concorrência pelo capital social disponível. Desse modo, uma maior oferta relativa de capital-dinheiro de empréstimo — nas formas principais de moeda, bilhetes do Banco Central, bilhetes de outros bancos etc. — implica taxas de juros mais baixas, enquanto, pelo contrário, uma menor oferta relativa conduz a taxas mais altas, desde que constante as demais condições, grau de confiança etc. (GRAZZIOTIN, 2015).

No que diz respeito à reprodução capitalista, o sistema de crédito atua, também, por meio da centralização do capital social disponível, na forma de capital de empréstimo, nos bancos. Aqui, pois, o banqueiro apodera-se livremente do capital alheio e, por conseguinte, de parte do trabalho social alheio, sem qualquer esforço anterior.

[...] o crédito oferece ao capitalista individual, ou a quem exerce esse papel, um poder absoluto, dentro de certos limites, de dispor de capital, propriedade e, portanto, trabalho alheios. A faculdade de dispor de capital social, não de capital próprio, lhe permite dispor também de trabalho social. O próprio capital, que se possui realmente ou na opinião do público, passa a servir de simples base para a superestrutura do crédito. (MARX, 2017, p. 601–602).

Outra consequência condicionante do sistema de crédito para com a reprodução capitalista diz respeito ao processo de nivelamento da taxa geral de lucro. Assim, o desenvolvimento do sistema de crédito atua no sentido de permitir o nivelamento sistemático da taxa de lucro pela concorrência,<sup>27</sup> isto é: os capitais ociosos, por meio do crédito bancário, podem ser adiantados em ramos de produção mais lucrativos. O que ocorre é que o montante da mais-valia não acumulado em certos ramos — seja por uma saturação do mercado ou pelas necessidades técnicas exigidas para investir novo capital em cada setor respectivo —, ao se tornar capital-dinheiro disponível nos bancos, pode atuar no sentido de adiantamentos a outros ramos; este movimento, mediado pela concorrência, é o responsável, nesse contexto, pelo nivelamento da taxa geral de lucro (GRAZZIOTIN, 2015).

Desse modo, segundo Marx (2017), a mais-valia produzida reparte-se entre todo o capital social a partir da taxa geral de lucro, independentemente do ramo na qual esteja aplicado. Logo, é somente por meio do capital-dinheiro de empréstimo, fornecido pelos bancos, que o nivelamento da taxa geral de lucro pode efetivar-se. O sistema de crédito proporciona, portanto, a expansão máxima da produção através da aplicação do capital, seja próprio ou alheio. Por outro lado, tal processo apresenta uma natureza contraditória em si, a saber, que o sistema de crédito ao mesmo tempo em que promove expansão e valorização máximas do capital, promove crises periódicas de superprodução e especulação.

Ademais, a concentração e centralização do capital, além de sua inerente relação ao processo de acumulação, é efeito do crédito bancário, mais precisamente pelo desenvolvimento capitalista do sistema de crédito. Em resumo: “[...] a tendência que se impõe é de concentração e centralização do capital, mediada pelo crédito e pela possibilidade de dispor de capital alheio através dos bancos.” (GRAZZIOTIN, 2015, p. 174). E uma das formas de manifestação desse processo é a Bolsa de Valores, na qual a atividade especulativa é responsável pela crescente centralização dos capitais. Desse modo, segundo Marx (2017), esta fase de completa concentração e centralização dos capitais, mediada pelo sistema de crédito, representa um momento de transição entre o modo capitalista de produção e o modo associado; ou seja, se expressa de forma mais concreta o caráter contraditório do sistema de crédito, como visto.

---

<sup>27</sup> Aqui, vale destacar que embora o crédito permita a equalização da taxa de lucro, ele não faz parte efetivamente da reprodução do capital, pois ele não gera nem faz circular a mais-valia, somente a potencia. “Essa oscilação terminológica resulta por certo do estatuto ambivalente do capital portador de juros dentro do processo de equalização, que só contribui para formar a taxa de lucro média, mas não a compõe estritamente.” (GRESPLAN, 2011, p. 24).

Essa é a suprassunção do modo de produção capitalista no interior do próprio modo de produção capitalista e, portanto, uma contradição que anula a si mesma e se apresenta *prima facie* como simples fase de transição para uma nova forma de produção. Seu modo de manifestação é também o de uma contradição desse tipo. Em certas esferas, ela estabelece o monopólio e, com isso, provoca a ingerência estatal. Produz uma nova aristocracia financeira, uma nova classe de parasitas sob a forma de projetistas, fundadores e diretores meramente nominais; todo um sistema de especulação e de fraude no que diz respeito à fundação de sociedades por ações e ao lançamento e comércio de ações. É produção privada, sem o controle da propriedade privada (MARX, 2017, p. 601).

Portanto, o crédito e o sistema de crédito apresentam um duplo caráter para Marx: enquanto fomenta a superprodução, monopolização e especulação, cria, ao mesmo tempo, elementos que possibilitam a passagem para um novo modo de produção, por meio do processo da monopolização das sociedades por ações, ressaltando a contradição entre propriedade privada e função e caráter sociais.

#### **2.1.4 Algumas considerações acerca da apropriação de Marx pelos marxistas contemporâneos**

Vale destacar, de forma sintética, a função mesma de toda exposição anterior, a saber, a apresentação das categorias principais elaboradas por Marx que têm relação íntima com a teorização do fenômeno da financeirização no capitalismo contemporâneo. Todavia, o que se objetiva aqui é tão somente uma breve consideração da importância que a teoria econômica de Marx — sobretudo a exposta em *O Capital* — tem nas elaborações dos marxistas contemporâneos, na teorização do processo de financeirização. Desse modo, a exposição mesma das abordagens marxistas do fenômeno da financeirização, com as principais contribuições dos marxistas contemporâneos, será apresentada na subseção seguinte.

Inicialmente, podemos relacionar a categoria *capital portador de juros* — e seus desdobramentos — com a abordagem de François Chesnais acerca do processo de financeirização. Assim, segundo Chesnais, o que ocorreria no capitalismo mundial contemporâneo — sobretudo a partir de 1980 — seria a universalização da lógica do capital portador de juros em todas as esferas do modo de produção capitalista; o que Marx não presenciou materialmente, embora tenha previsto tal resultado a partir do desenvolvimento do sistema de crédito, como visto anteriormente. Logo, a categoria do capital portador de juros elaborada por Marx reveste-se de uma centralidade na análise de Chesnais, pois ela assume a sua forma mais desenvolvida e fetichista no capitalismo financeirizado. Ademais, a partir da

noção de *lucro empresarial* e *juros* em Marx, Chesnais ressalta a dominância do capital-propriedade sobre o capital-função, ou seja, a subordinação do capital industrial à lógica do capital portador de juros, na qual se verifica a autonomização desse — o que Marx já apontava em *O Capital*. Tal processo permitiu a Chesnais identificar a expressão material dessa generalização do capital portador de juros no capitalismo contemporâneo, isto é: um elevado peso da acumulação de direitos sobre a produção futura, nas formas principais de capital bancário, títulos e ações; aqui, como em Marx, o papel da dívida pública na base do funcionamento do capital fictício é central para Chesnais (2016). Em resumo: a teorização de Chesnais acerca do fenômeno da financeirização tem por base essencial a apropriação dos elementos teóricos trabalhados por Marx nas seções IV e V do livro terceiro de *O Capital*, sobretudo as noções de capital portador de juros, capital fictício, acumulação de capital-dinheiro e sistema de crédito. Nesse sentido, o mérito de Chesnais está, em certa medida, na identificação da categoria do capital portador de juros e seus desdobramentos como o pilar fundamental que caracteriza o capitalismo contemporâneo; algo que encontramos na elaboração de Marx, mas em caráter tendencial, como visto.

Em Jose Carlos de Souza Braga, a apropriação de Marx caminha em direção ao desenvolvimento do sistema de crédito e suas implicações e, assim como em Chesnais, na generalização da lógica do capital portador de juros. Desse modo, o que marcaria o processo de financeirização em Braga (1993) seria uma *macroestrutura financeira*, por meio da qual ocorreria uma dominância financeira sobre a dinâmica econômica, de tal modo que o sistema capitalista, no estágio da financeirização, mover-se-ia sob o tripé moeda, crédito e patrimônio; nesse contexto, Braga define o processo de financeirização como uma transformação geral das formas de definir, gerir e realizar a riqueza no modo de produção capitalista. Nesse sentido, a ampliação da natureza fictícia da riqueza e a busca crescente de uma rentabilidade acelerada, destacadas por Braga (1993) como características do processo de financeirização, podem ser encontradas, em forma embrionária, na elaboração de Marx a respeito da categoria do *capital fictício* e das implicações do sistema de crédito no sistema capitalista, como visto anteriormente; e, além disso, vale destacar que o déficit público, assim como em Marx e Chesnais, tem um papel importante no processo de acumulação financeira na análise de Braga. Ademais, a elaboração de Marx a respeito da substituição do dinheiro pelo crédito nas funções de meio de circulação e meio de pagamento torna-se essencial à compreensão de Braga (1993) sobre a importância das inovações financeiras no processo de financeirização.

Desse modo, o que Marx constatou como um caráter tendencial a respeito do desenvolvimento do sistema de crédito e do capital portador de juros, Braga (1993) expõe como uma realidade no capitalismo contemporâneo, sobretudo a partir dos anos de 1960. Em suma, a apropriação de Marx por Braga, no que diz respeito ao processo de financeirização, tem sua base na teoria monetária e bancária de Marx, sobretudo no que foi exposto no livro terceiro de *O Capital*, apresentado de forma sintética nas subseções anteriores, de modo a subsidiar Braga nos conceitos de *financeirização* e *macroestrutura financeira*, indispensáveis à compreensão de sua abordagem, como será visto posteriormente.

Na abordagem de Duménil e Levy o papel das finanças nas relações sociais de produção e na luta de classe destaca-se como ponto característico desta abordagem. Nesse sentido, o resgate de Marx tem sua base essencial nas considerações deste acerca dos salários de superintendência, como visto anteriormente. Lá, podemos encontrar o germe inicial da teorização acerca da separação entre propriedade do capital e as funções de direção e gestão deste; em outras palavras, o que Marx constatou como possibilidade real de uma completa separação, Duménil e Levy constatarem como uma realidade, na qual o objetivo principal da nova ordem social do capitalismo — neoliberalismo — é precisamente recuperar e ampliar os rendimentos das faixas superiores de renda, sobretudo dos proprietários e gestores capitalistas, no âmbito de uma maior complexidade institucional entre as classes — a partir da separação entre propriedade e gestão (MARCELINO; AMORIM, 2007), de modo a encobrir a dicotomia original capital-trabalho. O que Marx já apontava como tendência a partir da separação entre juros e lucro empresarial, na teorização de Duménil e Levy, é estabelecida de forma integral, de tal modo que esta separação dá origem a uma maior complexidade — e opacidade — das relações de produção, por meio das inter-relações que as formas juros, dividendos e salários assumem no capitalismo contemporâneo.<sup>28</sup> Nesse contexto, o sistema financeiro seria precisamente o instrumento mediador desse processo. (SILVA, 2016).

Por fim, cabe destacar a abordagem de Costas Lapavistas em sua relação com a elaboração de Marx. Assim, a ênfase que aquele autor coloca na ótica monetário-financeira em sua teorização do capitalismo contemporâneo vai ao encontro do que Marx expõe acerca da circulação do capital e do sistema de crédito. Com efeito, Lapavistas (2009) ressalta a crescente assimetria entre a produção e a circulação do capital no capitalismo contemporâneo,

---

<sup>28</sup> A este respeito Duménil e Levy desenvolveram a elaboração inicial de Marx, apontando para o surgimento de uma nova estrutura de classe a partir da Revolução Gerencial, no âmbito da caracterização das duas hegemonias financeiras identificadas pelos autores – sendo a primeira do fim do século 19 até a crise dos anos de 1930; e a segunda a partir dos anos de 1970 em diante.



sobretudo em seu componente financeiro. Ou seja, a financeirização, segundo o autor, reflete a emergência do sistema financeiro como parte integrante do processo de acumulação; aqui, portanto, a centralidade do capital portador de juros, como nas outras abordagens, é nuclear para a caracterização do processo de financeirização, de tal modo que a ascensão das formas particulares de dinheiro e práticas monetárias marcariam o processo de financeirização em curso (SILVA, 2016). Desse modo, a partir do que Marx expõe acerca do capital fictício e do desenvolvimento do sistema de crédito, como visto, a teorização de Lapavitsas expressa sua vinculação com a elaboração marxista; o processo de descolamento entre a acumulação real e a acumulação financeira, destacado por Lapavitsas (2009), é observado, mesmo que primariamente, por Marx em sua teorização a respeito dos movimentos do preço dos títulos que representam o capital fictício e nas relações entre o capital monetário e o capital real — discutidas por Marx na parte final da seção V do livro terceiro de *O Capital*. Ademais, a emergência de formas particulares de dinheiro, ressaltada por Lapavitsas, tem sua gênese teórica nas considerações de Marx a respeito da gênese e do desenvolvimento do sistema de crédito, sobretudo em suas considerações acerca do crédito comercial, do crédito bancário, dos títulos a que dão origem e do dinheiro de crédito, como vimos anteriormente.

Nos parágrafos anteriores, tratamos tão somente de identificar alguns elementos teóricos, presentes nas elaborações dos marxistas contemporâneos, da teorização do processo de financeirização que têm por base a teorização original de Marx encontrada em *O Capital*, e anteriormente apresentada de modo sintético. Objetivou-se, com isso, tornar mais clara a exposição subsequente da abordagem marxista do processo de financeirização.

### **2.1.5 A Financeirização pelos marxistas**

Nesta subseção busca-se apresentar os principais expoentes da teorização do processo de financeirização à luz da elaboração de Marx.. Em caráter sintético e objetivo tentaremos caracterizar o processo de financeirização no capitalismo contemporâneo nos termos da teoria econômica de Marx e das contribuições originais dos marxistas contemporâneos.

Dentre os principais expoentes, de tradição marxista, do processo de financeirização, podemos citar François Chesnais. Segundo esse autor, o processo de financeirização marca uma nova configuração do capitalismo mundial e dos mecanismos que regulam sua dinâmica, sobretudo a partir de 1980. Nesta nova realidade, o ciclo do capital portador de juros  $D-D'$  — em contraposição ao ciclo básico do capital  $D-M-D'$  — enraizou-se no capitalismo mundial

em todas as suas esferas. Nisto, a “magia” de fazer dinheiro sem o intermédio do processo de produção — ou seja, sem o ciclo do capital industrial — torna-se o atributo da forma geral do capital e, desse modo, inaugura o fenômeno da financeirização no capitalismo contemporâneo. Aqui, o conceito, elaborado por Marx, de capital portador de juros assume a forma mais desenvolvida no capitalismo financeirizado, a partir da generalização da lógica do *capital fictício* — capitalização de rendas — sobre todo o processo de reprodução do capital. Ao lado disto, a partir processo de centralização de capital-dinheiro nas instituições financeiras, a forma do capital portador de juros vai assumindo um caráter autônomo — político e econômico<sup>29</sup> — em relação ao processo de produção; porém uma autonomia relativa, dado que o processo de criação de valor limita-se ao capital industrial, como ressalta Chesnais. Essa autonomia relativa já fora destacada por Marx (2017) em suas considerações acerca das relações entre a acumulação do capital real e do capital-dinheiro. Desse modo, o que Chesnais (1996) quer nos mostrar aqui é precisamente a prevalência da validade da teoria do valor de Marx, mesmo na complexidade do capitalismo contemporâneo; na compreensão dele, a origem dos capitais que se valorizam no setor financeiro é precisamente o setor produtivo, na medida em que lucros não gastos, juros, salários, fundos de pensão, arrecadação tributária etc. formam massas de capital-dinheiro em busca de valorização, de modo que “A esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de uma força de trabalho de múltiplos níveis de qualificação. Ela mesma não cria nada.” (CHESNAIS, 1996, p. 241).

Nesse contexto, o autor constata — como Marx já havia constatado em caráter preliminar — a formação de uma *acumulação financeira*, em contraposição à acumulação real de capital, cujo aspecto mais notável manifesta-se num crescimento fenomenal do volume de transações financeiras, relacionado tanto às “inovações financeiras” como aos efeitos da abertura econômica internacional como tal. Esse volume de transações reflete a amplitude assumida pelas cadeias de operações longas e interconectadas e a complexa e frágil pirâmide de créditos e débitos dos principais operadores do sistema financeiro — bancos, fundos de pensão, fundos mútuos etc. (CHESNAIS, 1996).

A fim de explicar os desdobramentos da referida autonomia do capital portador de juros, Chesnais (1996), partindo da noção de Marx acerca da divisão da mais-valia em *lucro*

---

<sup>29</sup> O caráter autônomo do capital portador de juros foi potencializado a um grau extraordinário pela globalização financeira. As instituições financeiras erguem-se, no capitalismo financeirizado, como uma força soberana e independente perante os Estados, as empresas menores e as classes sociais subalternas (CHESNAIS, 1996).

*empresarial e juros*, destaca a noção de *exterioridade* do capital portador de juros em relação ao processo de produção. Aqui, a caracterização do capital envolve a proeminência do capital-propriedade sobre o capital-função, isto é, a subordinação do capital industrial à lógica do capital portador de juros. Nesse sentido, reafirma-se a teoria de Marx em que o capital portador de juros aparece como a forma mais fetichizada do capital, de modo que os juros se apresentem como fruto do capital. Chesnais apoia-se nas considerações de Marx acerca do capital portador de juros para compreender a lógica básica do capital no capitalismo contemporâneo, abrangendo as noções de: fetichização da relação capitalista, em que dinheiro que gera mais dinheiro; de um valor que valoriza a si mesmo e do lucro como parte da mais-valia.

O resgate de Marx permite a Chesnais, portanto, compreender a expressão material do capital fictício no capitalismo contemporâneo financeirizado, isto é: um elevado peso da acumulação de direitos sobre a produção capitalista presente ou futura — títulos, ações, obrigações etc. —, sem guardar qualquer proporção determinada com a acumulação de capital real. De tal modo que, segundo o autor, o capital fictício assume as formas principais de títulos de dívidas em geral, títulos da dívida pública<sup>30</sup> e ações (SILVA, 2016).

A gênese desse fenômeno, segundo Chesnais (1998), deve-se a um prolongamento excepcional e sem interrupções da acumulação de capital nos EUA, Europa e Japão, após a Segunda Guerra Mundial. Sobre a base dessa expansão real da produção de valor e mais-valia, desenvolveu-se o processo de acumulação financeira na forma do que Chesnais vai chamar de *mundialização financeira*<sup>31</sup>, com base em lucros industriais não reinvestidos — em função da queda na rentabilidade do capital industrial, em vista da superprodução de capital no período — e rendas não consumidas, depositadas nas instituições financeiras; um dos aspectos que vincula essa acumulação financeira com o setor produtivo, como ressaltamos acima. A partir desse contexto, o autor aponta a ascensão crescente das finanças no

---

<sup>30</sup> A esse respeito, vale destacar, para nosso objetivo nesse trabalho, a grande importância que o autor atribui à dívida pública em sua teorização sobre o processo de formação dos “mercados financeiros” globais contemporâneos. Segundo Chesnais (1996), o serviço da dívida pública é um dos principais mecanismos de transferência de riqueza para o setor financeiro, na medida em que sua securitização, a partir dos anos de 1980, fomentou a criação de uma nova classe de rentistas que vivem dos rendimentos dos títulos da dívida pública; algo que o próprio Marx (2017) já tinha identificado ao apontar o surgimento de uma classe de credores do Estado, como vimos na subseção 2.1.2.

<sup>31</sup> “A expressão ‘mundialização financeira’ designa as estreitas interligações entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, resultantes da liberalização e desregulamentação adotadas inicialmente pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido, entre 1979 e 1987, e nos anos seguintes pelos demais países industrializados.” (CHESNAIS, 1998, p. 12)

capitalismo contemporâneo, apresentando três dimensões para esse fenômeno: a primeira refere-se ao movimento de autonomização do setor financeiro em relação ao setor produtivo e, sobretudo, em relação à capacidade de intervenção das autoridades monetárias; a segunda vincula-se ao caráter fetichista das formas de valorização do capital de natureza puramente financeira; e, por fim, a terceira remete-se ao fato de que são os operadores que condicionam os traços da mundialização financeira e que decidem quais os agentes econômicos, de quais países e em quais tipos de transação, dela participarão.

Nessa realidade, a crescente centralização e a concentração de capital-dinheiro nas instituições financeiras permitiu a referida emergência do capital fictício na economia mundial, o que implicou que a estrutura institucional foi se moldando à lógica da acumulação financeira, isto é, liberalização e desregulamentação do sistema financeiro dominante — EUA e Europa.

Em suma, contrariamente às expectativas de Keynes na primeira metade do século XX:

Não se praticou a “eutanasia” do capital rentista; pelo contrário, assistiu-se ao seu renascimento e ao crescimento de seu poder opressivo, mais do que em nenhum outro momento da história do capitalismo. Este fato é, evidentemente, uma das consequências da longa fase de crescimento do pós-guerra. A partir do começo da década de 1970, o sucesso, mas também as contradições da acumulação traduziram-se, entre outros aspectos, numa queda de rentabilidade do capital investido na indústria. Independentemente da recente centralização e concentração do capital monetário, os capitais industriais saíram em busca de formas de valorização puramente financeiras. A formação dos euromercados, na década anterior, ofereceu-lhes possibilidades sem precedentes. (CHESNAIS, 1996, p. 251–252)

Nas economias subdesenvolvidas, tal processo refletiu-se na entrada de IDE — Investimento Direto Externo — dos países centrais e na abertura de linhas de crédito para os países periféricos — sobretudo da América do Sul. Nesse processo, vale destacar, em função do escopo de nossa pesquisa, a ascensão das finanças sobre a dívida pública, permitindo a imposição de políticas de ajustamento estrutural dos países centrais sobre os periféricos. (SILVA, 2016). Aqui, o caso brasileiro da crise da dívida externa e das diversas medidas de ajustamento estrutural indicadas e aplicadas pelo Fundo Monetário Internacional no Brasil é característico, como será visto com mais detalhes posteriormente.

No que diz respeito à reprodução do capital, Chesnais destaca que o processo de financeirização trouxe duas consequências:

- a) um crescimento na centralização do capital, gerado pelos investidores institucionais, por meio de fusões e aquisições; e

- b) uma subordinação dos gestores-executivos aos interesses dos proprietários-acionistas, de modo a resultar num processo de financeirização crescente dos grupos industriais.

Essa nova configuração do capital no capitalismo contemporâneo cristaliza, desse modo, a exterioridade do capital portador de juros e a natureza fictícia do capital acionário, assim como o poder fetichista do dinheiro nas relações sociais e econômicas (SILVA, 2016).

Em síntese, o processo de financeirização, na forma de uma mundialização financeira, como apontado por Chesnais (1998), pode ser dividido em três fases, como podemos ver no quadro 1 abaixo:

**Quadro 1** — As três etapas da emergência das finanças de mercado mundializadas: caracterização geral e medidas de maior destaque

1960-1979	1980-1985	1986-1995
Internacionalização financeira “indireta” de sistemas nacionais fechados. Evolução dos EUA em direção às finanças de mercado	Passagem simultânea para as finanças de mercado <sup>32</sup> e para a interligação dos sistemas nacionais pela liberalização financeira.	Acentuação da interligação, extensão de arbitragem e incorporação dos “mercados emergentes” do terceiro mundo.
Formação nos EUA de mercados de títulos de crédito (papéis de caixa) utilizados principalmente pelos bancos. Formação dos mercados de eurodólares como em off-shore.	Início do monetarismo nos EUA e Reino Unido.	Abertura e desregulamentação dos mercados de ações.
Passagem aos câmbios flexíveis (1973) e início do crescimento dos mercados de câmbio.	Liberalização dos movimentos de capitais.	Explosão das transações sobre os mercados de câmbio.
Internacionalização acelerada dos bancos americanos.	Securitização da dívida pública <sup>33</sup> .	Abertura e desregulamentação dos mercados de matérias-primas.
Início do endividamento do terceiro mundo.	Expansão dos mercados de bônus Crescimento acelerado dos ativos dos fundos de pensão e dos <i>mutual funds</i> .	Aceleração no crescimento dos mercados de bônus.
	Crescimento rápido dos derivativos.	Expansão para além da zona da OCDE do regime de finanças diretas e da securitização da dívida pública.

Fonte: adaptado de Chesnais (1998, p. 24).

A primeira remonta à década de 1960, na qual coexistiam sistemas monetários e financeiros compartimentados ainda inseridos no sistema de finanças administradas, e uma

<sup>32</sup> O regime de finanças de mercado caracteriza-se, segundo Chesnais (1998), pela dominância dos mercados financeiros e das organizações financeiras não bancárias, e não mais os bancos propriamente ditos. Nesse contexto, os bancos sofrem a concorrência dessas na centralização e concentração do capital. Os fundos de pensão, os fundos de investimento coletivo, os fundos mútuos etc. são exemplos característicos dessas novas formas.

<sup>33</sup> A securitização de dívida pública significa aqui a formação e consolidação dos mercados de títulos e o crescimento, cada vez maior, da participação do serviço da dívida pública nos orçamentos dos países da OCDE; num processo de transferência de riqueza da sociedade para a esfera financeira, via sistema tributário e dívida pública (CHESNAIS, 1998).

internacionalização financeira limitada; a segunda compreende o processo de transição para o sistema contemporâneo de finanças mundializadas propriamente dito, com o início dos processos de abertura, liberalização e desregulamentação monetária e financeira; e a terceira marca a abertura e desregulamentação dos mercados acionários a partir, em 1986, com o estouro do *Big Bang* em Londres<sup>34</sup> e, na década de 1990, com a incorporação dos mercados emergentes — como vimos no quadro 1 acima.

Para concluir sobre esse autor, vale destacar algumas considerações de Chesnais acerca do estado da financeirização no século XXI. Sua obra mais recente tem grande valor teórico e analítico, sobretudo para o escopo de nosso trabalho. Assim, em *Finance Capital Today — Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*, Chesnais (2016) vai ressaltar a dupla dimensão da financerização no século XXI, isto é:

- a) da forma com a qual o capital financeiro se manifesta — como uma crescente integração de bancos globais altamente concentrados e internacionalizados, grandes corporações transnacionais industriais e de serviços e nos gigantes varejistas; e
- b) dos processos associados ao crescimento espetacular, nos últimos 40 anos, de ativos detidos por instituições financeiras, como também pelos departamentos financeiros das empresas transnacionais.

Em sua análise, Chesnais traz uma contribuição importante no que diz respeito à conceituação do processo de financeirização, ao evidenciar a diferença entre *finance capital* e *financial capital*<sup>35</sup>: sendo *finance capital* o termo empregado para designar as formas e consequências do entrelaçamento entre o capital bancário, o capital industrial e o capital comercial; já o termo *financial capital* diz respeito ao capital-dinheiro concentrado operando nos mercados financeiros.

Na dinâmica do *financial capital*, as corporações financeiras centralizam a mais-valia nas formas de dividendos, juros da dívida pública e das dívidas corporativas; elas buscam valorizar o capital-dinheiro que administram por meio de empréstimos e especulação nos mercados financeiros. Portanto, os lucros financeiros pressupõem a centralização da mais-

<sup>34</sup> O estouro, em 1986, do chamado “*Big Bang*” em Londres refere-se a uma “revolução” ocorrida na bolsa de valores londrina, a London Stock Exchange – LSE. Naquele ano, acabava o monopólio da LSE no mercado de ações, permitindo às instituições estrangeiras operar livremente como bancos mercantis e agentes de Bolsa, fomentando a entrada de sedes de bancos e de multinacionais do mundo todo na cidade.

<sup>35</sup> Por falta de uma tradução apropriada do termo *financial capital* em português, usaremos os dois termos — *finance capital* e *financial capital* — em sua versão em inglês, quando tiverem o mesmo sentido utilizado por Chesnais. Na tentativa de uma aproximação, poderíamos traduzir *finance capital* como capital financeiro — no sentido atribuído por Hilferding — e *financial capital* como capital de finanças, indicando formas institucionais autônomas do capital, análogas ao que foram os bancos e fundos financeiros à época de Marx.

valia já criada. Esse conceito destacado por Chesnais (2016) representa, nesse contexto, as formas contemporâneas do capital portador de juros e seus desdobramentos, tratando-se do estudo da segunda dimensão da financeirização apontada acima. Aqui, como elemento central na composição dos ativos do *financial capital*, está o crescimento da dívida pública nos principais países da OCDE; a dívida pública torna-se um “lastro” dos demais ativos financeiros; à medida que a dívida pública cresce, a extensão em que a acumulação financeira sobrepassa a acumulação real aumenta progressivamente. A centralidade da dívida pública é, portanto, indispensável à compreensão do processo de financeirização por Chesnais, que em seus trabalhos preliminares sobre este tema já destacava o papel importante da dívida pública naquele processo.<sup>36</sup>

Inserindo essa precisão conceitual em sua elaboração já desenvolvida sobre o processo de financeirização, Chesnais (2016) então sustenta que desde os anos de 1980, a concentração e centralização do capital industrial e do *financial capital* tornaram-se indissociáveis. No capitalismo contemporâneo, portanto, uma parcela da mais-valia produzida é canalizada, por meio da concessão de empréstimos governamentais e posse de ações, por um grupo pequeno de instituições financeiras altamente concentradas, que tem a lógica de funcionamento do capital portador de juros; nesse sentido, além da acumulação de lucros industriais, o poder dos bancos — e, sobretudo dos fundos — baseia-se na capacidade de centralizar o dinheiro proveniente do aluguel de terras e da poupança, algo que se reveste de um novo conteúdo, embora sob formas semelhantes às da elaboração original de Marx.

Em suma, na abordagem de Chesnais (2016), a financeirização diz respeito às finanças, como também à produção, ou seja: relaciona-se ao aumento do capital de investimento financeiro em circulação, como também a um processo de oligopolização crescente do capital em escala global (LAPYDA, 2018). Nesta realidade, no horizonte do século XXI, a ausência de condições que permitam o início de uma nova fase de acumulação mundial prolongada e sustentada de capital produtivo significa que a sociedade humana é confrontada com os impactos dos limites históricos do capitalismo.

Na sequência, apresentamos a abordagem do economista brasileiro Jose Carlos de Souza Braga. Esse autor, (BRAGA, 1993), assim como Chesnais, identifica o início do processo de financeirização no sistema capitalista no pós Segunda Guerra Mundial nos países centrais — EUA, Europa e Japão. O estudo da financeirização, desse modo, deve partir de

---

<sup>36</sup> Ver nota 30.

1966, ano em que ocorreu uma inflexão na economia dos EUA, relacionada à situação creditícia crítica e à instabilidade da dinâmica financeira, de modo a resultar na emergência do déficit público e da inflação, bem como na internacionalização dos bancos, com a formação do chamado “Euromercado” de dólares. Os desdobramentos desse processo levaram ao que Braga chamou de “dominância financeira na dinâmica econômica” (BRAGA, 1993, p. 26). Nesse contexto, as mudanças nas finanças teriam por base uma *macroestrutura financeira*, de escala transnacional, originada nos EUA e transposta para alguns países da Europa e Ásia.

Com base nessa realidade, Braga (1993) caracteriza o processo de financeirização do seguinte modo:

A dominância financeira — a financeirização — é expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo. Por dominância financeira apreende-se, inclusive conceitualmente, o fato de que todas as corporações — mesmo as tipicamente industriais, como as do complexo metalmeccânico e eletroeletrônico — têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza. Assim, seus departamentos financeiros vêm adquirindo maior importância estratégica que os de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D), ao ponto de assumirem o perfil de bancos-não-bancos, internos às empresas. (BRAGA, 1993, p. 26).

Desse modo, a financeirização, segundo Braga *et al.* (2017), diz respeito a um padrão sistêmico de definição da riqueza, na qual a crescente participação de ativos financeiros é sua característica contemporânea principal. É um padrão em que a negociação de ativos financeiros é realizada não apenas por instituições financeiras, mas também pelas famílias e empresas produtivas, afetando suas decisões de gasto e alocação de riqueza entre diferentes classes de ativos. A partir disto, poderíamos caracterizar, num primeiro momento, uma economia financeirizada como aquela na qual a definição e valorização da riqueza capitalista corresponde ao horizonte de cálculo e aos critérios do capital a juros, em vista da crescente participação dos ativos financeiros — capital-dinheiro e sobretudo os títulos e formas de dívida que o representam — nos ativos totais de capital negociados em diferentes mercados.

Nesse novo padrão sistêmico, o gerenciamento da riqueza assume uma nova forma, sendo administrada de maneira cada vez mais liberalizada e desregulamentada; as decisões cruciais sobre a gestão da riqueza são baseadas no relacionamento entre os principais bancos centrais, investidores institucionais, grandes bancos e empresas não financeiras; e a obtenção da riqueza configura-se — como vimos também em Chesnais — conforme a lógica D–D’, dinheiro posto em circulação para obter mais dinheiro, sem a mediação da produção e circulação de mercadorias. As finanças, desse modo, tornaram-se uma maneira de acumular



riqueza que é cada vez mais relevante no capitalismo contemporâneo. Como síntese dessas transformações, constituiu-se o que Braga (1993) chamou de *macroestrutura financeira*, correspondendo precisamente à configuração institucional daquelas relações acima indicadas, entre os principais bancos centrais, investidores institucionais, grande bancos e grupos empresariais não financeiros com atividades financeiras.

Na esteira desse processo, criou-se uma institucionalidade que facilita e fomenta o relacionamento entre a dimensão financeiro-monetária e a dimensão produtiva. Esta institucionalidade cria na economia, por meio de práticas empresariais e das relações entre Estado e mercado, as bases para eventuais trajetórias de crescimento econômico. O sistema capitalista move-se, nessa nova realidade, em torno do tripé *moeda, crédito e patrimônio* (BRAGA, 1993).

No capitalismo financeirizado, a dificuldade de combinar liquidez e imobilização de capital deu origem a importantes inovações financeiras. Uma delas, talvez a mais importante, diz respeito ao princípio da *securitização*, “que implica a predominância de títulos financeiros negociáveis, atendendo aos requisitos de mobilidade, liquidez e cobertura de risco, demandados pelos detentores de capital e investidores em geral” (BRAGA, 1993, p. 29). Tais inovações relacionam-se à desregulamentação dos sistemas financeiros por todos os governos do capitalismo central. Ainda aqui, segundo Braga (1993), a referida desregulamentação nada mais é do que uma resposta à realidade econômica, enquanto os governos ganham tempo para se adaptar a esta nova realidade. Operou-se, dessa forma, uma mudança qualitativa no *modus operandi* do sistema capitalista; em resumo: as inovações financeiras facilitaram a valorização e depreciação dos ativos financeiros, que por sua vez, têm sido cada vez mais cruciais para as decisões de investimento e consumo e, portanto, para o crescimento econômico (BRAGA *et al.*, 2017).

Quanto à origem da dominância financeira sobre o sistema econômico, vale destacar que, segundo Braga (1993), do ponto de vista teórico, nos anos de 1960 já se explicitava, como uma existência formal, o padrão contemporâneo de dominação das finanças no mundo capitalista, hoje claramente perceptível. Nos EUA, entre 1962 e 1970, ocorria uma expansão do investimento fixo por meio de fundos externos; corporações americanas não financeiras iniciam o processo de alavancagem multifuncional de recursos, com base em operações com papéis e com instituições financeiras, operações que já carregavam o novo caráter de gerenciamento, definição e realização da riqueza, em contraposição à tradicional forma de

alavancagem vigente até meados da década de 1960. Nesse novo caráter, o processo de alavancagem envolve tanto captações quanto aplicações, captam-se recursos a longo prazo, aplicam-se a curto prazo e compõem-se lucros produtivos e financeiros. Nesse processo, as relações entre Estado e mercado acentuam-se na medida em que o déficit público começa a ter um papel importante no aumento dos lucros bruto, livre de impostos, das corporações estadunidenses.

Desse modo, o déficit público — inicialmente nos EUA — começa a assumir um caráter cada vez mais financeiro:

O déficit público, ao longo da crise norte-americana, terá um componente financeiro importante e assim não deve ser visto unicamente como um acréscimo autônomo de gasto/renda, tal qual no “modelo keynesiano” simplificado. Ao contrário, aquele déficit, em boa medida, atrela-se à valorização patrimonial, ao aumento da riqueza financeiro-privada, e força ainda mais a securitização privada na macroestrutura financeira. De fato, pelas operações oficiais com títulos da dívida pública, alimentam-se os “portfólios” com ativos financeiros garantidos pelo Banco Central, financeirizando-se em maior grau o mercado geral.

Em síntese, o movimento de financeirização da economia norte-americana, desde os anos 60, de um lado, aumenta a vulnerabilidade das corporações quanto à forma de financiamento e, de outro, tanto o modo de gestão do sistema bancário quanto à multiplicidade do sistema financeiro começam a registrar, igualmente, um grau maior de fragilidade (BRAGA, 1993, p. 32).

Desse modo, estavam presentes na economia estadunidense alguns aspectos característicos acerca do processo de financeirização, tais como: o crescimento da natureza financeira e fictícia da riqueza no capitalismo central; a busca de rentabilidade acelerada; e a trajetória em direção à preponderância dos ativos líquidos e rentáveis. Encontram-se aqui as raízes da instabilidade econômica das últimas décadas, em conjunturas marcadas inicialmente por inflação, desemprego e estagnação econômica relativa, nos anos de 1970, e posteriormente por ciclos de valorização — bolhas — e crises financeiras<sup>37</sup>, assim como por uma reorganização incerta que se prolonga até hoje (BRAGA, 1993).

Além disso, vale ressaltar que, segunda Braga (1993), no processo de financeirização há uma perda do monopólio do crédito e do sistema de pagamentos pelo sistema bancário, em vista da emergência de instituições financeiras não bancárias — fundos financeiros, seguradoras, corretoras, etc. — e do financiamento direto por emissão de títulos privados de dívida. A oferta de créditos e o sistema de pagamentos não são mais controlados pelo sistema

<sup>37</sup> Que podem ser expressas, sobretudo, através das sucessivas crises financeiras a partir de 1990, tais como a crise do peso mexicano em 1994, a crise asiática em 1997, a crise do rublo 1998, a crise das “pontocom” em 2000, a crise argentina em 2001-2002, a crise do subprime em 2007-2008 e a crise da dívida na Europa em 2009-2010.

bancário, nem o capital bancário se apresenta institucionalmente como única ou principal forma autônoma do capital que rende juros. Há uma tendência à financeirização com moedas privadas — sobretudo na forma de títulos financeiros. Tal processo implica numa crescente concentração do poder financeiro, quebrando barreiras entre mercados, setores, empresas e nações. Por conseguinte, ocorre um avanço na *concentração, centralização e multinacionalização do capital*. O conceito de *capital financeiro* aqui já extrapola os limites do conceito clássico de Hilferding (1985) — como uma dominância do capital bancário sobre o capital industrial —, na medida em que o capital bancário já não monopoliza mais as operações no interior do sistema financeiro e, portanto, não possui mais a dominância primordial sobre o capital industrial, como foi destacado por Hilferding.

A história do capitalismo do século XX pode ser expressa, segundo Braga (1993), como um processo de desenvolvimento amplo de várias formas de riqueza em escala internacional, por meio das corporações financeiras e industriais. Nesse contexto, as corporações capitalistas contemporâneas são “[...] multifuncionais (finanças, produção e comércio), multissetoriais (vários segmentos industriais), além de multinacionais e obedecem a uma lógica financeira geral na definição, gestão e realização de riqueza.” (BRAGA, 1993, p. 39). Nesse sentido, do ponto de vista das grandes empresas, no capitalismo contemporâneo, não há mais razão para a divisão entre empresas produtivas e empresas não produtivas, ou mesmo entre capitalistas produtivos e capitalistas financeiros, uma vez que a financeirização — como padrão sistêmico de riqueza — significa a consolidação de diferentes formas de capital sob o domínio financeiro. Isto significa que, a despeito de afetar as decisões de despesas, a generalização da lógica financeira influencia a dinâmica da produção, renda e emprego, regulando as condições concretas de vida no capitalismo contemporâneo (BRAGA, *et al.*, 2017).

Portanto, a financeirização, que se apoia em uma macroestrutura financeira, deve ser compreendida em conexão com a lógica de reprodução do capital no capitalismo contemporâneo. Nessa direção, configura-se o que Braga (1993) chamou de paradoxo da financeirização, na medida em que ampliam-se as formas de mobilização do capital enquanto estreitam-se os campos de sua aplicação produtiva, levando a um desequilíbrio cada vez maior entre a velocidade de expansão dos mercados financeiros e a dos mercados de bens e serviços, implicando na emergência de um *rentismo* institucionalizado na prática de grupos

empresariais em combinação com o investimento inovador,<sup>38</sup> no contexto da macroestrutura financeira. Em resumo, combinam-se o desenvolvimento do sistema produtivo — ainda que limitado e viesado pelo foco no curto prazo e na liquidez — com o avanço da capitalização financeira, num contexto de plena instabilidade, marcando uma instabilidade estrutural no capitalismo contemporâneo.

Numa outra abordagem, os economistas franceses Duménil e Levy destacam-se pela densa investigação empírica e teórica sobre a nova ordem social, o *neoliberalismo*, e os seus efeitos sobre as relações de produção capitalista. Nesse sentido, a compreensão das razões da ascensão das finanças, bem como de seus movimentos e implicações sociais, devem estar assentadas no papel central da luta de classes como o motor da história, como elaborado por Marx (SILVA, 2016).

Para os autores, o *neoliberalismo* deve ser entendido como uma nova ordem social<sup>39</sup> na qual predomina o poder das finanças<sup>40</sup>, isto é: a hegemonia de uma fração superior da classe capitalista e suas instituições financeiras sobre a economia e a sociedade em geral (DUMÉNIL; LEVY, 2011). O neoliberalismo teria como objetivo principal recuperar e ampliar os rendimentos das classes superiores, tais como proprietários capitalistas e as frações superiores da administração capitalista; nesse sentido, tal processo é o resultado de uma luta de classes. Tal recuperação tem por base a expansão dos instrumentos e dos mecanismos financeiros que beneficiam o setor financeiro e as faixas superiores de renda, como: empresas voltadas à maximização do lucro do acionista; políticas econômicas voltadas à estabilidade de preços, com taxa de juros reais elevadas; e promoção para abertura comercial-financeira entre países de desenvolvimento muito desiguais. Por isso, o neoliberalismo é caracterizado pelos autores como a segunda hegemonia financeira<sup>41</sup> na história do capitalismo moderno, uma reafirmação do poder dos possuidores do capital, mais especificamente, de uma fração particular das classes dominantes cujos interesses financeiros são preponderantes (MARCELINO; AMORIM, 2007). Em resumo, o neoliberalismo está associado a uma alta da

---

<sup>38</sup> Na abordagem de Braga (1993), o conceito de investimento inovador refere-se às inovações financeiras originadas pela crescente dificuldade na combinação entre liquidez e imobilização de capital no contexto macroeconômico da financeirização.

<sup>39</sup> Por “nova ordem social” Duménil e Levy (2011) compreendem uma configuração de poder na qual as frações superiores da classe capitalistas dominam as relações sociais.

<sup>40</sup> Por “finanças” Duménil e Levy (2011) entendem as frações superiores da classe capitalista e as instituições financeiras, incluindo aí bancos, fundos de pensões, FMI, agências de risco etc.

<sup>41</sup> A primeira seria do final do século XIX até a crise de 29. Em contraste com a segunda hegemonia financeira, esta é caracterizada: pelo poder dos grandes bancos, que preside a formação das grandes sociedades por ações; pelo grau menor de mundialização econômica; e pela ausência de uma teoria econômica de controle da estabilidade macroeconômica - que surgiria posteriormente a partir da revolução keynesiana (MARCELINO; AMORIM, 2007).

remuneração do capital, mas não do ponto de vista dos lucros, e sim dos credores e acionistas, pois as finanças acabaram por elevar o seu peso econômico ao extraírem juros e dividendos das corporações não financeiras.

Ademais, o desenvolvimento da socialização da produção no capitalismo moderno produziu sobre as relações de produção uma separação entre propriedade e gestão — como apontado também por Chesnais, na tradição de Marx —, entre o controle da atividade produtiva e a propriedade “jurídica” sobre ela e, assim, uma maior complexidade institucional das relações entre as classes. Esse processo teve por base três transformações essenciais no capitalismo, na virada do século XIX para o XX, responsáveis por sua mudança estrutural em direção ao que conhecemos hoje por “capitalismo moderno”, a saber:

- a) a revolução corporativa, iniciada a partir de 1900;
- b) a revolução financeira, com a formação de um novo sistema bancário a partir dos Morgans, Rockefellers e outros; e
- c) a revolução gerencial, na qual a tarefa “capitalista” propriamente dita foi terceirizada trabalhadores para assalariados, os conhecidos hoje como dirigentes ou gestores.

A partir disto, segundo Duménil e Levy (2011), presenciamos o desenvolvimento de uma configuração tripolar de classe, com as classes capitalistas, gerenciais e populares.

Na análise das finanças capitalistas no contexto do neoliberalismo, Duménil e Levy apontam que ela pode ser inicialmente entendida a partir da ideia de que o capitalista ativo trabalha com o capital próprio e também com capital emprestado. Ao final do processo de produção, o lucro é então repartido, remunerando o capitalista ativo, ou “em função”, através do “lucro da empresa”; e o capitalista que adiantou o capital sob a forma dinheiro, o capitalista de dinheiro, é recompensado através dos juros e de dividendos. Da divisão qualitativa entre lucro empresarial e juros emerge um processo de mistificação das relações de produção<sup>42</sup> (SILVA, 2016). Daí o surgimento de uma nova complexidade na relação de produção: uma parte do lucro da empresa aparece na forma de juros e dividendos, como remuneração dos capitalistas de dinheiro, e outra, na forma de “salários”, como remuneração dos CEOs — mas isso somente como uma representação da aparência das relações sociais, na medida em que essas formas de rendimentos são, na verdade, partes do lucro do capital industrial.

---

<sup>42</sup> Esta noção já se encontra completa em Marx, ver subseção 2.1.1.

Além disso, vale destacar que, como nos outros autores marxistas citados anteriormente, a análise do capital portador de juros e a noção de capital fictício são fundamentais na abordagem de Duménil e Levy. Desse modo, como já ressaltamos anteriormente, uma das ilusões suscitadas por esse capital consiste na duplicação do valor do capital em uma ação ou título, uma mistificação do processo de produção do capital. A expansão desse caráter fictício está associada também à possibilidade concreta de negociação desse valor-capital duplicado em um ou mais mercados — bolsa de valores, mercados de títulos e de crédito etc. em várias praças —, bem como a sua precificação “relativamente autônoma” em relação ao capital que se materializa, o que permite a especulação com este capital.<sup>43</sup> Entre as principais características desse capital, Duménil e Levy destacam que ele não financia uma circulação capital, e sim uma despesa, pois o seu gasto não está relacionado com a expansão do valor, uma vez que o crédito às famílias, às empresas e ao Estado representa apenas um “direito contratual” sobre o fluxo de renda deles. Nesse processo geral, o setor financeiro cumpre funções essenciais para o desenvolvimento do capitalismo. Entre as principais encontram-se:

- a) a concessão de crédito, permitindo acelerar a rotação do capital e, assim, possibilitar a maximização da taxa de lucro média;
- b) a reunião de capitais em bancos e a sua liberação, garantindo a continuidade, ainda que irregular, do circuito do capital;
- c) a contribuição para o crescimento da acumulação e a centralização de capital;
- d) uma fonte eficiente de recursos que assegura a equalização da taxa de lucro através da concorrência entre diferentes ramos; e
- e) o impedimento à queda da taxa de lucro, ao separar determinadas frações do capital da formação da taxa geral de lucro (SILVA, 2016).

O setor financeiro, aqui, atua no mesmo sentido em que Marx (2017) considerou os desdobramentos do sistema de crédito para funcionamento da reprodução ampliada do capital, como vimos nas subseções 2.1.2 e 2.1.3.

Em suma, na abordagem de Duménil e Levy (2011), o neoliberalismo, como uma nova ordem social, emergiu da última crise estrutural do capitalismo, uma crise manifesta na década de 1970 e que teve como causa problemas associados à lucratividade do sistema econômico. O elemento principal para a superação desta crise foi precisamente a emergência de uma nova hegemonia financeira, com base na mudança da política monetária, ou, em

---

<sup>43</sup> Ver subseção 2.1.2.

termos simbólicos, o “golpe de 1979” nos EUA — dada a necessidade de combater a inflação, já que ela corroía as rendas e os patrimônios das finanças, utilizou-se de uma política deliberada de elevação da taxa de juros. Foi a partir desta crise estrutural que se intensificaram as transformações, citadas acima, em direção à hegemonia das finanças na lógica geral de reprodução do capital, e que caracterizam, hoje, o neoliberalismo. Dessa forma, a gestão da crise pelas finanças significou a criação de arranjos institucionais para seu poder, isto é: foi reforçada sua aliança com a elite gerencial; foram rompidas as regulamentações que a limitavam; foi privatizado o Estado; e foram colocados os bancos centrais a serviço do combate à inflação (MARCELINO; AMORIM, 2007).

No neoliberalismo, portanto, observa-se uma desconexão entre a acumulação de capital e a rentabilidade do capital, que pode ser compreendida a partir de uma transferência de riqueza do setor produtivo para o setor financeiro através dos elevados níveis da taxa de juros, o que desencorajou as empresas a aumentar a taxa de investimento; e uma política corporativa de remuneração aos acionistas, com uma “generosa” distribuição de dividendos e recompra de ações (SILVA, 2016). Desenvolveu-se o entrelaçamento do setor produtivo com o setor financeiro, de modo que a oposição entre capital financeiro e capital não financeiro não é mais válida no capitalismo contemporâneo, em linha do que vimos na abordagem de Braga acima; as finanças — no sentido que Duménil e Levy denominam — possuem tudo, o capital financeiro e o não financeiro. A propriedade do capital é financeira, na medida em que se cristaliza em títulos de propriedade. A riqueza passa a ser a riqueza financeira, e toda ela é negociável no mercado financeiro (MARCELINO; AMORIM, 2007).

Outra contribuição importante da abordagem marxista do processo de financeirização vem do economista grego Costas Lapavistas, especialmente por dar uma maior ênfase aos aspectos monetários e financeiros do capitalismo contemporâneo. Desse modo, para Lapavistas (2009), a financeirização reflete uma assimetria crescente entre a produção e a circulação capitalista durante as últimas três décadas, especialmente em seu componente financeiro. Esse processo representa uma transformação estrutural das economias capitalistas avançadas, e as suas raízes devem ser encontradas dentro das relações fundamentais entre as empresas não financeiras, os bancos e os trabalhadores. Mais precisamente, a assimetria entre produção e circulação teria surgido como reflexo das transformações graduais no comportamento financeiro de empresas, bancos e famílias.

Para o autor, o sistema financeiro representa um desdobramento dialético das relações entre capitalistas industriais, comerciais e financeiros. O setor financeiro, ou as finanças, não é nem um complemento menor da acumulação, nem uma doença da economia capitalista, mas uma parte integrante do processo de acumulação — assim como vimos nas abordagens anteriores. Da relação entre as finanças e a acumulação, emerge a análise da centralidade da categoria *capital portador de juros* ou capital de empréstimo de dinheiro, base do sistema financeiro (SILVA, 2016).

A partir do desenvolvimento do sistema de crédito, o autor destaca ainda a liberação sistemática de fundos de dinheiro de capital industrial e comercial, que estavam na forma de dinheiro ocioso. Além de dinheiro ocioso da classe capitalista, segundo Lapavitsas (2009), pode-se verificar a formação de capital de empréstimo também a partir de reservas da renda pessoal de todas as classes, através dos fundos de pensão e companhia de seguros. Desse modo, a criação de capital de empréstimo não se origina necessariamente do excedente — mais-valia — do capital industrial.<sup>44</sup>

Ademais, a noção de lucro financeiro é central na análise do autor. As formas primárias de lucro financeiro são um resultado da participação acionária no capital industrial e da negociação de ativos financeiros, sobretudo nas formas de títulos e ações. Já as formas secundárias têm origem nas negociações especificamente das instituições financeiras, são transferências de valor das classes sociais para o sistema financeiro, uma redistribuição da renda, sem contrapartida na produção; aqui, o que ocorre é que, em virtude da queda da provisão pública de bens e serviços básicos — saúde, educação, habitação etc. —, as instituições financeiras financiam a provisão privada desses bens e serviços, de modo a extraírem lucros por meio de descontos direto em ordenados e salários. Esse processo é chamado por Lapavitsas (2009) de *expropriação financeira*. Nesse contexto, a análise do lucro financeiro apresenta três formas: o lucro financeiro do adiantamento de empréstimos, o lucro financeiro da participação acionária e o lucro financeiro da negociação de ativos financeiros. Do ponto de vista do Estado, os lucros financeiros aparecem nas transações com títulos públicos, que representam promessas de pagamentos de juros a partir das receitas fiscais futuras, um processo de endividamento do poder estatal; aqui, as possíveis variações na taxa de juros permitiriam ganhos de capital para os detentores desses títulos, assim como as receitas fiscais futuras representariam uma fração da mais-valia dos capitalistas e também um imposto sobre a renda monetária de todas as classes (SILVA, 2016). Dessa forma, os ganhos

---

<sup>44</sup> Tal discussão já encontra-se em Marx, como visto na subseção 2.1.2.



de capital advindos da relação entre capital e Estado tornam-se uma fonte importante dos lucros financeiros associados à negociação de ativos financeiros — como visto em Chesnais anteriormente; e a dívida pública fomenta o processo de acumulação monetária, como vimos anteriormente na análise de Marx.

Assim, para Lapavitsas, a ascensão do capitalismo financeirizado dependeu de formas particulares de dinheiro e práticas monetárias, destacando-se as características das mudanças qualitativas na base monetária do capitalismo a partir do fim do acordo de Breton Woods em 1971. Em primeiro lugar, a ausência da mercadoria-moeda, no caso, o ouro, nas transações monetárias nacionais, incluindo as operações bancárias, permitiu a dominação completa da esfera monetária pelo dinheiro de crédito. Além disso, foi essencial para a financeirização a conversibilidade legal da moeda, isto é, a emissão creditícia bancária assegurada pelo Estado, por meio dos bancos centrais. Esta forma híbrida<sup>45</sup> de dinheiro tornou-se a alavanca do poder do Estado na esfera das finanças, pois permite que ele forneça liquidez e faça pagamentos em momentos críticos, de tal modo a colocar um papel fundamental nos bancos centrais como agentes essenciais na construção da financeirização (SILVA, 2016).

Segundo Lapavitsas (2009), a financeirização tem origem no crescimento assimétrico da circulação financeira em relação à produção, e, para as corporações não financeiras, não teve como causa um refluxo de capitais para o setor financeiro<sup>46</sup>, mas sim uma transformação no conjunto de atividades financeiras e produtivas, combinando regularmente operações financeiras com atividade produtivas e comerciais, principalmente no âmbito de seu autofinanciamento. Desse modo, na financeirização se estabeleceu um novo “equilíbrio” entre o financiamento “interno” e “externo” das empresas não financeiras. Em suma, a esfera da circulação do capital — particularmente o setor financeiro —, a partir da década de 1970, apresentou maior dinamismo que a esfera da produção do capital, na medida em que se verificou uma assimetria, dentro das economias desenvolvidas, entre baixa taxa de crescimento da produção e finanças em expansão. Além disso, como um processo correlacionado à referida assimetria, as raízes da financeirização também são encontradas, por

---

<sup>45</sup> Híbrida no sentido que é em parte crédito, por meio de empréstimos do Banco Central aos bancos privados, e em parte fiduciária – fiat money -, criada e emitida pelo Estado (SILVA, 2016).

<sup>46</sup> Aqui Lapavitsas diverge diametralmente de Chesnais, visto que para este a origem dos capitais que se valorizam no setor financeiro é precisamente o setor produtivo, como vimos anteriormente.

um lado, no campo da tecnologia da informação e, por outro, na desregulamentação dos mercados de trabalho e financeiros.

Por fim, entre os aspectos mais gerais da financeirização, Lapavitsas (2009) destaca a crescente participação dos lucros financeiros no total dos lucros, o que evidencia a mudança no “equilíbrio” entre a produção e circulação, que se origina de alterações nas relações de produção bem como no contexto institucional e jurídico da acumulação. Nesse sentido, a financeirização do capital industrial representa uma transformação das suas atividades financeiras, bem como uma mudança no equilíbrio entre as atividades financeiras e não financeiras. O capital não financeiro — industrial e comercial — alterou o financiamento de suas principais atividades, adquiriu uma maior habilidade financeira e, conseqüentemente, reequilibrou suas operações com fins lucrativos. Desse modo, nas corporações não financeiras, a financeirização não representou uma fuga do capital produtivo para o “reino das finanças”, mas sim uma transformação no conjunto de atividades financeiras e produtivas. Tal transformação expressou que, na verdade, o capital industrial está ativo na esfera financeira, ou seja: no controle do seu capital monetário para iniciar e manter o volume de negócios. Em suma, para Lapavitsas, não há um retorno do capital financeiro, mas sim maior financeirização do capital industrial (SILVA, 2016).

Conclui-se aqui a exposição sintética de algumas importantes abordagens marxistas da financeirização. Com isto, procurou-se expor e identificar as principais categorias por meio das quais o fenômeno da financeirização aparece na realidade capitalista nas principais contribuições de marxistas contemporâneos. Na sequência, será exposta a forma que o referido fenômeno assume na economia brasileira, no sentido de estabelecer as bases teóricas e empíricas adicionais para analisar o papel da dívida pública nesse processo. Portanto, o caminho metodológico consistiu em apresentar, inicialmente, a teorização geral do fenômeno da financeirização — à luz da abordagem marxista — para, em seguida, apresentar a forma de manifestação do fenômeno na sociedade brasileira, ou seja, a financeirização tal como ela é compreendida no Brasil.

## 2.1 O DEBATE ACERCA DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL

Esta seção apresenta as principais interpretações constantes na literatura acadêmica brasileira, com influência da teoria econômica marxiana, a respeito do tema da financeirização no Brasil. Nesse sentido, objetiva-se, aqui, identificar a forma que assume o

fenômeno da financeirização na economia brasileira. Em outras palavras, procurar-se-á identificar os mecanismos econômicos e políticos que condicionam a gênese e o desenvolvimento da financeirização no interior da sociedade brasileira. Com isso, o objeto principal deste trabalho poderá ser compreendido em sua totalidade, isto é, em seu contexto histórico e econômico. Desse modo, será possível compreender a determinação que a dívida pública brasileira mesma assume no processo de financeirização da economia brasileira.

### 2.2.1 A Financeirização no Brasil

Independentemente da abordagem teórica utilizada acerca do processo de financeirização, há um relativo consenso na literatura que trata do processo de financeirização da economia brasileira, isto é: que o fenômeno da financeirização já se apresenta de forma concreta no capitalismo contemporâneo brasileiro. Nesse contexto, segundo Lavinias, Araújo e Bruno (2017), os anos de 1990 são essenciais para a caracterização do fenômeno da financeirização do Brasil, dado o crescimento exponencial do valor dos ativos financeiros em face da economia real nesse período. No entanto, a gênese do processo de financeirização no Brasil remonta os anos 1970, avançando dali em diante. O surgimento do mecanismo de correção monetária nesse período faz surgir a chamada “moeda indexada” no setor bancário-financeiro, na segunda metade dos anos de 1970. Assim, num contexto de crise fiscal e dívida externa, na década de 1980, possibilitou-se um avanço da concentração bancária sem precedente, sendo a *inflação inercial* o ponto de partida. Por meio da institucionalidade herdada dos anos 1970, o setor bancário-financeiro se desenvolverá a partir da acumulação rentista com base nos ganhos inflacionários<sup>47</sup> derivados da rolagem da dívida pública, o que ficou conhecido como “ciranda financeira”.

Já nessa época, a economia brasileira apresentava características típicas de uma economia financeirizada, tais como:

---

<sup>47</sup> “No caso brasileiro, o sistema financeiro, caracterizado por bancos e instituições voltadas para operações especulativas e de curto prazo, expandiu rapidamente seus lucros com base no endividamento público crescente e na retenção de recursos líquidos dos demais agentes econômicos. Nesse contexto, os ganhos inflacionários podem ser interpretados como uma modalidade de ganho de capital, já que a função reserva de valor da moeda brasileira permanecia a cargo do sistema bancário privado, graças aos mecanismos de correção monetária, e desconectados das atividades produtivas.” (LAVINAS; ARAÚJO; BRUNO, 2017, p. 13).

a) elevação do setor bancário-financeiro à condição de setor hegemônico, deslocando o centro da acumulação industrial para os ativos financeiros líquidos de curto e curtíssimo prazo; b) perda de autonomia do Estado na formulação da política econômica e nas demais intervenções públicas; c) forte aumento da concentração pessoal e funcional da renda e do estoque de riqueza, aumentando as desigualdades sociais; e d) forte queda da taxa de investimento produtivo e consequente tendência à estagnação do produto; e) afirmação de comportamentos rentistas em empresas não-financeiras e famílias de alta renda que reduzem suas alocações produtivas de capital (LAVINAS; ARAÚJO; BRUNO, 2017, p. 10).

Assim, por conseguinte, o setor bancário-financeiro brasileiro pautou as reformas institucionais liberalizantes dos anos de 1990. Consolida-se, pois, a nova inserção do Brasil na economia internacional, em convergência aos interesses da alta finança. A partir do Plano Real, em 1994, a lógica de financeirização brasileira é alterada: os ganhos inflacionários dão lugar aos ganhos por elevados juros. Esse processo vai proporcionar o aprofundamento do caráter financeiro da dívida pública brasileira e a progressão da lógica rentista-patrimonial para os serviços públicos e a seguridade social. Logo, como corolário, nas décadas de 1990 e 2000, a lógica rentista-patrimonial é estendida ao âmbito das empresas não financeiras e das famílias de alta renda. A financeirização pela renda de juros consolida-se. Desse modo, a partir da década de 1990, a financeirização no Brasil assumiria um caráter massificador, por meio do crescente endividamento das famílias e empresas não financeiras (LAVINAS; ARAÚJO; BRUNO, 2017).

Utilizando uma abordagem de economia política, Paulani (2012) vai dividir a história da economia brasileira em cinco fases quanto à sua relação com o capitalismo global. Assim, o que podemos chamar de financeirização, segundo Paulani (2012), inicia-se na quarta fase, a saber: num regime de acumulação global no qual o Brasil é inserido por meio da demanda de empréstimos externos; e que vai resultar na crise da dívida externa dos anos 1980. Em seguida, na década de 1990, o processo de financeirização “[...] vai transformar o Brasil em plataforma internacional de valorização financeira, inaugurando, nos anos 1990, a quinta e atual fase da história da inserção da economia brasileira no processo mundial de acumulação.” (PAULANI, 2012, p. 91).

Assim, para Paulani (2012), nos anos de 1980, a partir da crise da dívida externa e da recorrente inflação, o Brasil é afetado pelo processo acelerado da financeirização do capitalismo contemporâneo. Já em 1990, a economia brasileira ingressa ativamente na financeirização. Todavia, o ingresso ativo na era da financeirização pressupunha duas providências: a abertura econômico-financeira e a estabilização monetária, sendo a primeira iniciada com o Governo Collor, e a segunda iniciada com o Plano Real.

Nos anos 2000, a manutenção dos juros em níveis extremamente elevados e a lógica de superávits primários elevados consolidam a posição brasileira no capitalismo financeirizado. Somando-se a isto:

A reprimarização da pauta de exportações é o outro lado da nova forma de inserção da economia brasileira no circuito mundial de acumulação. Garantindo ganhos em moeda forte dos mais elevados do mundo, o país torna-se um agente ativo do processo de financeirização em curso, absorve continuamente poupança externa e pode conviver com déficits em transações correntes que se elevam a cada ano (PAULANI, 2012, p. 95).

Portanto, segundo Paulani (2012), a economia brasileira é hoje uma economia financeirizada, com o alto grau de centralização de capitais e completamente integrada ao capitalismo financeirizado mundial; o Estado brasileiro é a principal ferramenta dessa lógica rentista que reina na economia brasileira nas últimas décadas. Do ponto de vista externo, “[...] isso significa que uma parte da mais valia extraída dos trabalhadores torna-se renda dos detentores de ativos fictícios emitidos por agentes domésticos, sendo o Estado justamente o maior deles.” (PAULANI, 2012, p. 98). E, do ponto de vista interno, tal situação possibilita “[...] a expansão dos lucros financeiros, sem a concomitante acumulação produtiva, e o aumento de ganhos dos setores estritamente financeiros, como o bancário, o que gera enorme pressão para a manutenção da política.” (PAULANI, 2012, p. 98). E isso graças à combinação de câmbio flutuante com elevadas taxas de juros.

Ademais, vale destacar, partindo de uma abordagem de ciência política, a caracterização que Paulani (2011) faz do Estado brasileiro na vigência do capitalismo financeirizado. Assim, aqui, a autora constata, a partir dos anos de 1980, o “Estado de emergência econômica” no Brasil; nesse estado de coisas a exceção vira a regra, a exceção transforma-se no paradigma de governo.

Do ponto de vista formal, esse estado de emergência econômica no Brasil iniciar-se-ia nos planos de estabilização monetária da década de 1980, nos quais a emergência econômica da inflação justificaria diversas políticas de “exceção”. Com o fracasso dos planos de estabilização até o Plano Real, abriu-se caminho para a difusão dos princípios e valores do ideário neoliberal, com ataques ao Estado e tudo que se origina dele. Desse modo, a década de 1990 foi imprescindível para a instauração do estado de emergência econômica no país:

Assim, desde o início dos anos 90, a agenda neoliberal foi colocada na ordem do dia como uma espécie de única saída para as emergências que nos afligiam, a saber, a irresolução do problema da dívida externa e a renitência do processo inflacionário. A securitização dessa dívida e a internacionalização do mercado brasileiro de títulos de dívida pública, além da liberalização do fluxo internacional de capitais através da alteração operada nas então chamadas contas CC5, fizeram as divisas voltarem aos cofres brasileiros (elas estavam sobrando lá fora, sem terem para onde ir, mas não viriam para cá sem garantias mínimas de retorno e liberdade para voarem de volta, se farejassem qualquer perigo iminente). Graças a isso (um respeitável colchão de divisas) o Plano Real pôde fazer sua mágica de estabilização, e resolver a outra emergência, a persistência de taxas de inflação de dois dígitos ao mês. Mas mesmo estabilizada a moeda e solucionado o problema da dívida externa, permanecia difusamente a sensação da emergência, e o regime de exceção não arrefeceu. (PAULANI, 2011, p. 12–13).

Assim, os processos de abertura econômico-financeira e desregulamentação do mercado financeiro brasileiro foram realizados num caráter de exceção<sup>48</sup>. Nessa direção, a fim de justificar o combate à inflação, a década de 1990 marca uma série de medidas injustificáveis sob qualquer outro ponto de vista, a saber: permitir uma valorização injustificada da moeda brasileira; aprovar uma lei — Lei da Responsabilidade Fiscal — na qual os direitos dos credores são colocados acima de quaisquer outros; abrir a economia abruptamente, permitindo a quebra de várias empresas; vender ao capital internacional, com recursos públicos, empresas de setores estratégicos; elevar a taxa de juros a níveis injustificáveis; e isentar de imposto de renda a distribuição de lucros e dividendos a sócios brasileiros ou estrangeiros (PAULANI, 2011).

Em suma:

Por essas e por outras é que se pode dizer que, a partir do Plano Real, há um sentimento difuso de “emergência econômica”, no sentido de exceção, que acompanha a emergência do país como promissor mercado financeiro. Tudo se passa como se aos poucos estivesse sendo decretado um estado de exceção econômico que justifica qualquer barbaridade em nome da necessidade de salvar o país, ora do retorno da inflação, ora da perda de credibilidade, ora da perda do bonde da história. (PAULANI, 2011, p. 16).

---

<sup>48</sup> A título de exemplo, vale destacar: “A partir de mudanças operadas nas chamadas contas CC5 — contas exclusivas para não residentes, que permitiam, graças a uma lei de 1962, a livre disposição de recursos em divisas — o Bacen abriu a possibilidade de qualquer agente, independentemente de ser ou não residente, enviar livremente recursos ao exterior, bastando, para tanto, depositar moeda doméstica na conta de uma instituição financeira não residente. Ocorre que essa transformação foi feita de modo completamente irregular, pois uma lei federal não pode ser regulamentada por um órgão de hierarquia constitucional inferior. Em outras palavras, o Congresso teria de ser ouvido e não foi. A mudança foi feita singelamente, mediante uma *carta circular* do Banco Central, um instrumento que não pode conter disposições sobre questões substantivas, mas apenas *esclarecer*, do ponto de vista operacional, determinações do Conselho Monetário Nacional.” (PAULANI, 2011, p.14)

Segundo Paulani (2011), com o governo Lula tal estado de coisas não mudaria. O discurso de crise econômica veio a justificar medidas ainda mais duras, a saber: meta de superávit primário superior ao exigido pelo FMI; e o aumento na já elevada taxa básica de juros. Assim, o governo Lula fez da criação voluntária desse estado de emergência permanente a prática essencial de seu governo, com o discurso de conquistar a credibilidade dos investidores externos.

Comprova-se com tudo isso que o estado de emergência e o regime de emergência não têm por finalidade resolver o problema, a “emergência”, e terminar com ele. Sua verdadeira finalidade é manter a situação de emergência, não ultrapassá-la [sic]. (Analogamente, a dívida pública não é para ser paga — pois com isso matar-se-ia a galinha dos ovos de ouro —, é para ser mantida, ainda que o discurso do estado de emergência obrigue a dizer o contrário).

Essa suspensão permanente da normalidade, que transforma a exceção em regra, está diretamente vinculada ao estado das artes do capitalismo contemporâneo, particularmente considerando-se que todo o enredo até agora contado passa-se na periferia do sistema, numa economia “emergente”. É o estreitamento dos laços financeiros entre o Centro e a Periferia que explica boa parte das razões que levam os subservientes estados periféricos a se autocondenarem e às suas sociedades a um permanente estado de emergência, em que tudo é permitido e em que a exceção é a norma. (PAULANI, 2011, p. 19–20, grifo no original).

A naturalização desse estado de emergência econômica no Brasil como uma política de Estado reflete, segundo Paulani (2011), a inserção da economia brasileira no capitalismo financeirizado contemporâneo. O caráter rentista desse último transforma o Estado em um ente de salvaguarda da valorização financeira; daí a gênese e aprofundamento do estado de emergência econômica no Brasil coincidir com o surgimento do fenômeno da financeirização. Nesse sentido, portanto, o neoliberalismo expressa seu caráter ideológico<sup>49</sup>, pois:

O capitalismo rentista é portanto o avesso do mercado, da concorrência, do risco capitalista, da ausência do Estado. Paradoxalmente, é esse o tipo de capitalismo que hoje predomina. Em alguns aspectos, ele lembra os inícios do capitalismo, a época da acumulação primitiva, onde [sic] os Estados Nacionais se formavam como grandes negócios e a acumulação capitalista passava diretamente pelo poder desses Estados. (PAULANI, 2011, p. 22).

Segundo Paulani (2011), portanto, a coexistência de um capitalismo rentista com um discurso neoliberal só é possível graças à imposição de um estado de emergência permanente, sobretudo nas economias subdesenvolvidas. Em outras palavras:

---

<sup>49</sup> O termo “ideológico” está sendo usado no seu sentido marxista, ou seja, de uma “falsa consciência”.

Não é à toa, portanto, que o estado de emergência se mostra como uma necessidade do capitalismo, e que a exceção se torna a norma. O estado de emergência parece ser a única forma de compatibilizar, de um lado, o capitalismo rentista com seu conjunto de práticas discriminatórias e seu permanente e concreto açambarcamento da riqueza social por uma aristocracia capitalista privilegiada e bem postada junto ao e no Estado e, de outro, o discurso globalizante, produzido pela doutrina neoliberal e reverberado pela mídia, como se fosse o mercado o grande maestro dessa orquestra. (PAULANI, 2011, p. 22).

Já em Bruno *et al.* (2011), o processo de financeirização é visto em sua relação com o crescimento econômico. Aqui, as transformações — estabilização e liberalização — dos anos 1990 são fundamentais para caracterização do processo de financeirização da economia brasileira. Em consequência:

[...] a relação capital-trabalho, o relacionamento entre Estado e economia, e a forma de inserção internacional reconfiguraram-se sob as pressões dos mercados globais e sob interesses político-ideológicos que concorreram tanto no plano nacional quanto internacional, para elevar as finanças a uma posição dominante no que concerne às formas de revalorização dos capitais fora da esfera produtiva (BRUNO *et al.*, 2011, p. 731).

Assim, a maior possibilidade de enriquecimento privado via alocações financeiras desencoraja o investimento produtivo em capital fixo, causando a baixa da taxa de crescimento econômico e o aumento no desemprego estrutural. Ademais, vale destacar, que, na mesma direção da literatura referida acima, Bruno *et al.* (2011) apontam para a renda de juros e o endividamento público interno como as bases do processo de financeirização no Brasil.

Seguindo a definição de Braga (1985) acerca do processo de financeirização, isto é, como uma lógica sistêmica de reprodução e gestão da riqueza, Bruno *et al.* (2011) analisam a financeirização no Brasil no contexto do sistema econômico como um todo. Assim, tais autores ressaltam o conceito de *finance-dominated accumulation regime*, a saber: “um regime de crescimento no qual a circulação monetária e financeira, e não a alocação diretamente produtiva, torna-se a base da revalorização dos capitais [...]”(BRUNO *et al.*, 2011, p. 734), como um conceito geral para definir um regime que pode, em determinadas condições estruturais e conjunturais, se converter num *finance-led growth regime*<sup>50</sup>, isto é, “[...] caso em que o efeito-riqueza e o efeito-acelerador do investimento se revelam importantes para comandar a compatibilidade dinâmica entre produção e demanda agregada [...]” (BRUNO *et*

<sup>50</sup> Vale destacar, que ambos os conceitos, *finance-dominated accumulation* e *finance-led growth regime* se aplicam à economia brasileira. No entanto, usaremos somente o conceito de *finance-led growth* daqui em diante, a fim de evitar qualquer confusão conceitual e, também, porque tal conceito foi trabalhado de forma mais clara pelo referidos autores.



*al.*, 2011, p. 735). Assim, a partir da análise da evolução histórica de variáveis macroeconômicas, os autores identificam uma tendência de queda na parcela do lucro bruto macroeconômico destinado à formação bruta de capital fixo a partir de 1975. Tal fato, pois, reforça a hipótese de um regime do tipo *finance-led growth* para o Brasil a partir o período referido. Além disso, os autores constataam que a taxa de financierização<sup>51</sup> evolui numa correlação positiva com a parcela do lucro médio não investida na produção, reforçando, novamente, a hipótese do padrão *finance-led growth*. Na mesma direção, Bruno *et al.* (2011) constataam que, entre 1980 e 1993, a economia brasileira esteve sujeita a um processo de financeirização baseado nos ganhos inflacionários, por meio da institucionalidade da correção monetária — mesmo resultado encontrado pela literatura tratada anteriormente. Assim, os autores apontam para um regime monetário-financeiro dual e inflacionário para o período em questão:

A dualidade provinha precisamente da coexistência de duas moedas: a) a moeda oficial emitida pelo Estado no conceito de M1; e b) a moeda financeira-indexada que era lastreada pelos títulos públicos, mas gerida e emitida endogenamente pelo setor financeiro privado. A primeira funcionando como unidade de conta e meio de pagamento e a segunda como reserva de valor e instrumento de enriquecimento privado, a partir de ativos de alta liquidez e rentabilidade com baixo risco (BRUNO *et al.*, 2011, p. 739).

Esta ideia foi sustentada por meio de uma análise econométrica da relação entre a participação do valor adicionado das instituições financeiras no valor adicionado total e a taxa de inflação. Os dados apontam que, a partir de 1970, quanto maiores as taxas de inflação maior a participação do setor financeiro no valor adicionado total da economia brasileira. Tal processo estendeu-se até o Plano Real, quando, num ambiente de liberalização financeira e estabilização, a “[...] acumulação financeira vai se deslocar em direção aos derivativos e títulos de renda fixa conectados ao endividamento público, mas agora sob taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais” (BRUNO *et al.*, 2011, p. 735). Nessa nova realidade, o processo de financierização é consolidado no Brasil, de modo a facilitar a aplicação do conceito de *finance-led growth* para a economia brasileira, pois:

---

<sup>51</sup> “Um indicador usual de financeirização no plano macroeconômico é construído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários (AF), dado pela diferença entre os agregados monetários M4 e M1 (deflacionados pelo IGP-DI) e o estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não residenciais (Kprod)” (BRUNO *et al.*, 2011, p. 737).

[...] pode-se constatar que a rentabilidade real com elevada liquidez oferecida pelos ativos de renda fixa, e os derivativos que lhes são associados, respondem por praticamente 50% da receita operacional total do sistema bancário-financeiro, para o período 1995-2006. Como as receitas de operações de crédito não ultrapassam os 20%, torna-se, portanto, clara a razão pela qual as instituições financeiras privadas brasileiras não estão propensas a expandir o sistema de crédito em níveis compatíveis com as necessidades do setor produtivo e, portanto, com o desenvolvimento econômico nacional (BRUNO *et al.*, 2011, p. 740).

Nessa dinâmica, Bruno *et al.* (2011) identificam a dívida pública interna como principal eixo da acumulação rentista-patrimonial<sup>52</sup> no período de 1991-2008, embora também assinalem a relevância do endividamento público para o processo de financeirização dos anos 1980. Assim, segundo os autores, o Estado brasileiro estaria aprisionado pela lógica da financeirização:

A hipótese da financeirização como um processo resultante de condições macroeconômicas específicas implica considerar que a macroestrutura financeira atualmente vigente na economia brasileira aprisiona as finanças públicas porque comanda a política monetária e fiscal, formatando-a segundo as prerrogativas da acumulação rentista. Por essa razão, pode-se considerar de um lado a endogeneidade da dívida pública no modelo econômico neoliberal e, de outro, a exogeneidade da taxa Selic, uma vez que esta se converteu em instrumento-chave da política monetária restritiva inerente à financeirização por renda de juros. Isso significa que, contrariamente à vulgata acerca de um comportamento supostamente perdulário do Estado brasileiro, são os gastos financeiros, permanentemente realimentados por altíssimas taxas de juros reais, que respondem pelo crescimento da dívida pública interna (BRUNO *et al.*, 2011, p. 741).

Portanto, a hipótese de um padrão *finance-led growth* para o Brasil constata-se, segundo Bruno *et al.* (2011), por dois modos:

- a) a norma de rentabilidade financeira comanda as decisões de alocação de capital e expectativas de investimentos; e
- b) a magnitude das taxas de crescimento econômico e sua sustentabilidade continuam dependentes da dinâmica da rentabilidade financeira real que a alocação em ativos financeiros oferece às empresas e aos donos de capital, em relação à rentabilidade esperada em alocação produtiva.

Portanto, nesse sentido, as finanças não estão a serviço da acumulação produtiva, mas sim da acumulação financeira e patrimonial, no que diz respeito à sua interação com a economia brasileira.

<sup>52</sup> “Destaque-se com base nos dados do COSIF-BCB (2009) que a renda de títulos e valores imobiliários responde por mais de 84% da receita operacional total desse setor [financeiro], enquanto as operações de crédito ao consumo e ao investimento produtivo representam apenas 10%” (BRUNO *et al.*, 2011, p. 742).

Na perspectiva de Bruno e Caffé (2017), o processo de financeirização da economia brasileira é analisado à luz da abordagem regulacionista, mais precisamente a Escola francesa de Regulação. A tese defendida aqui é que após a abertura econômica e o Plano Real, o Estado e suas estruturas encontram-se dominados pelo poder das finanças e pela lógica da acumulação rentista-patrimonial. Ocorreria, portanto, uma espécie de “financeirização forçada”, na qual a economia brasileira seria incapaz de manter uma taxa sustentada de investimento produtivo, pois a rentabilidade real de referência é definida, nesse estado de coisas, por critérios de curto prazo.

Assim, sob a ótica regulacionista, o processo de financeirização no Brasil teria origem no período de 1964-1989, no qual criaram-se as condições estruturais e macroeconômicas para o desenvolvimento do processo de financeirização<sup>53</sup>. Num segundo momento, no período a partir de 1990, os autores constataam a inserção real da economia brasileira e do Estado brasileiro no modelo neoliberal, com mudanças institucionais profundas:

O Estado brasileiro lança-se num processo de reestruturação, que se desdobrou em várias dimensões organizacionais: a) privatizações e desnacionalizações de grandes empresas estatais; b) reconfiguração da forma de inserção internacional; c) reforma monetária com a implementação do Plano Real e medidas de sustentação da acumulação bancária e financeira; d) reformas de ordem política; e) reforma no sistema de seguridade social; f) reforma do sistema tributário; g) reforma administrativa. (BRUNO; CAFFÉ, 2017, p. 1036)

Nesse processo, nem mesmo a emergência de um governo tipicamente de esquerda interrompeu o desenvolvimento da financeirização no Brasil. Desse modo, nos governos do Partido dos Trabalhadores, segundo Bruno e Caffé (2017), houve uma tentativa de conciliação de três interesses divergentes, isto é: “[...] acumulação rentista-financeira e do setor exportador de *commodities* com aqueles da acumulação produtiva industrial, ao mesmo tempo em que implementa as políticas sociais, redistributivas e de inclusão social via consumo” (BRUNO; CAFFÉ, 2017, p. 1037). Nesse sentido, pois, as relações estado-economia assumem uma nova forma, a saber: o processo de financeirização da economia brasileira, para além de sua base no endividamento público interno, estende seu espaço de valorização rentista-patrimonial para o endividamento privado. Por conseguinte, no período mais recente,

---

<sup>53</sup> Entre as quais se pode citar: emergência da burguesia industrial e financeira; reforma monetária e financeira dos anos de 1960; criação do Banco Central; instituição de títulos públicos indexados à inflação; e reestruturação do mercado bancário-financeiro (BRUNO; CAFFÉ, 2017).

observa-se que certas estruturas<sup>54</sup> do Estado passam a ser diretamente controladas pelos interesses da alta finança.<sup>55</sup>

[...] o Brasil torna-se **um caso típico de regime fisco-financeiro no âmbito do qual as finanças públicas estão completamente subordinadas às finanças privadas e estas últimas plenamente inseridas no circuito da acumulação rentista-patrimonial, característica dos processos de financeirização.** (BRUNO; CAFFE, 2017, p. 1038, grifo no original).

Nesse estado de coisas, a política econômica perde autonomia. Constatamos um limite estrutural mesmo ao processo de desenvolvimento nacional, mais precisamente, de superação do subdesenvolvimento. O desenvolvimento das capacidades produtivas e a distribuição mais equitativa da renda ficam comprometidos. A financeirização, nesse sentido, eleva a concentração da renda em detrimento do trabalho e intensifica as desigualdades sociais. A natureza instável desse processo é expressa pelo caráter bloqueador da acumulação rentista-patrimonial sobre os investimentos produtivos, ocasionando, periodicamente, recessões (BRUNO; CAFFE, 2017).

Ademais, no Brasil, segundo os autores, o padrão de financeirização assume um caráter usurário e patrimonial, ou seja, o endividamento público — e privado, em sua fase mais recente — assume um caráter endógeno, pois as autoridades monetárias têm controle somente sobre as taxas básicas de juros — variável exógena —, representada pela Selic.<sup>56</sup>

Nessas condições, portanto:

[...] não é factível a implementação de uma estratégia nacional de desenvolvimento por parte do Estado brasileiro. O regime de acumulação rentista-patrimonial, reproduzido pelas estruturas institucionais da financeirização, reduz drasticamente a autonomia da política econômica e das demais ações governamentais necessárias ao planejamento estratégico e a reorganização da economia nessa direção. Consequentemente, ao controlar as finanças públicas em seu proveito, a financeirização converte-se no principal fator de bloqueio do desenvolvimento social e econômico do Brasil, pois ela impede a ampliação das políticas sociais e compromete o financiamento das suas incipientes estruturas de bem-estar. (BRUNO; CAFFE, 2017, p. 1044)

Do ponto de vista fiscal, o regime de acumulação rentista-patrimonial torna a dívida pública um instrumento essencial para o processo de acumulação financeira. A dominância

<sup>54</sup> Concretamente, isso significou o controle, por representantes do mercado bancário-financeiro, de estruturas como o Ministério da Fazenda – atual Ministério da Economia – e o Banco Central.

<sup>55</sup> Para uma síntese de todo o processo de transformações institucionais na relação Estado-economia referidas acima, ver o Anexo A.

<sup>56</sup> Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

financeira e monetária faz da política fiscal mero instrumento de transferência de recursos por meio do Estado. Nesse contexto, o Estado se converte num operador do capital financeiro em detrimento das demandas sociais mais elementares; verifica-se uma drenagem sistemática de recursos da sociedade para os grandes bancos e detentores de capital especulativo.

Em outras palavras:

**A dominância financeira pode ser interpretada como a generalização da dominância monetária à escala das estruturas institucionais do Estado e do modo de regulação da economia. Trata-se da dominância monetária em escala ampliada, levada ao extremo em benefício da acumulação rentista-patrimonial e convertendo a política fiscal num mero instrumento de geração de caixa para os Estados.** (BRUNO; CAFFE, 2017, p. 1047, grifo no original).

Desse modo, a dívida pública torna-se o pilar central no processo de formação dos mercados financeiros no âmbito nacional e internacional, e a colocação dos títulos públicos configura-se a base de seu crescimento. Nesse sentido mesmo, segundo Bruno e Caffé (2017), a financeirização, em sua forma atual, corrompeu a estrutura estatal brasileira e as formas institucionais correspondentes.

Expusemos sinteticamente, nessa seção, a forma que o fenômeno da financeirização assume na economia brasileira. Independentemente das abordagens utilizadas pelos autores expostos, verificou-se, de modo geral, um papel singular da dívida pública brasileira nesse processo, sobretudo após a abertura econômica e financeira dos anos de 1990. Assim, é sobre essa base analítica que repousa nosso desenvolvimento expositivo posterior. Em outras palavras: após identificadas as formas de manifestação do processo de financeirização no Brasil, podemos partir para a exposição do objeto mesmo de nosso trabalho, ou seja, a relação e o papel da dívida pública brasileira no processo de financeirização corrente; nesse estágio da exposição, portanto, a apresentação que segue tem como fundamento analisar, identificar e expor a estrutura da dívida pública brasileira, após o Plano Real, em termos institucionais, políticos e econômicos no seu relacionamento com o fenômeno da financeirização.

### **3 A NATUREZA FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA**

Nesse capítulo abordar-se-á a questão da dívida pública mesma, isto é: procuraremos expor o papel da dívida pública brasileira no processo de financeirização do Brasil. Para tanto, faz-se necessária a apresentação sintética da estrutura conceitual na qual a dívida pública é tratada na economia brasileira; além disso, para melhor compreensão do movimento histórico próprio da dívida pública no Brasil, exporemos, também, o contexto de sua gênese e desenvolvimento a partir de meados dos anos de 1960, embora, como dito anteriormente, nossa demarcação histórica para análise da financeirização seja o Plano Real. Por fim, tratando-se do núcleo essencial de nossa pesquisa, exporemos a estrutura e o movimento da dívida pública, pós-Plano Real, em sua relação com o processo de financeirização na economia brasileira, a fim de identificar o papel que aquela assume nesse fenômeno.

#### **3.1 GÊNESE E DESENVOLVIMENTO**

Nessa seção, como dito, pretendemos apresentar a estrutura conceitual indispensável para a compreensão do tema dívida pública no Brasil, assim como o contexto histórico de seu surgimento e desenvolvimento, a partir de meados dos anos de 1960 até o Plano Real, considerando, sobretudo, aspectos institucionais e econômicos.

##### **3.1.1 Breve introdução ao tema da dívida pública**

A dívida pública tem entre suas funções fundamentais garantir níveis equilibrados de investimento e serviços prestados pelo governo, permitindo à sociedade estabelecer uma maior equidade entre gerações. Ademais, a dívida pública permite aos seus credores — compradores de títulos públicos — que poupem sua renda no presente e transfiram ao futuro um poder de compra aumentado pelos rendimentos positivos da aplicação financeira; quando é utilizada para financiar o investimento público produtivo, o endividamento público funciona tanto como um mecanismo de equidade intergeracional quanto como um sistema de baixo risco de transferência intertemporal de consumo. A dívida pública também permite atender a despesas emergenciais — calamidades públicas, desastres naturais e guerras — e garantir o financiamento de grandes projetos com horizontes de retorno no longo prazo — sobretudo na área de infraestrutura. Por fim, cabe destacar que a dívida pública pode influenciar na

condução da política monetária e na consolidação do sistema financeiro<sup>57</sup> (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009).

No que diz respeito aos conceitos básicos da estrutura da dívida pública brasileira, iniciaremos pelo entendimento do *setor público* mesmo: no Brasil, o setor público engloba a administração direta, as autarquias e as fundações das três esferas de governo — federal, estadual e municipal — e suas respectivas empresas estatais, o Banco Central e o INSS<sup>58</sup>. Outros conceitos utilizados para tratar-se do setor público são: de *governo central* — Tesouro Nacional, INSS e Banco Central; de *governo federal* — Tesouro Nacional e INSS; e de *governo geral* — governos federal, estadual e municipal. No que diz respeito propriamente à dívida pública, o tratamento mais comum é identifica-la como *dívida bruta* — que considera apenas os passivos do governo — e *dívida líquida* — que desconta dos passivos os ativos do governo (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Nessa direção, a *Dívida Líquida do Setor Público* — DLSP<sup>59</sup> — refere-se à totalidade das obrigações do setor público não financeiro<sup>60</sup>, descontados dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados. Outro conceito de dívida líquida, adotado em 2001, trata-se da *Dívida Fiscal Líquida*, que corresponde à DLSP, descontando-se o efeito dos passivos contingentes já contabilizados, das receitas de privatização e de outros itens que impactam o estoque da dívida no período em questão, porém não corresponde ao fluxo advindo do esforço fiscal — ver quadro 2 abaixo. Nesse sentido, a variação da Dívida Fiscal Líquida representa o resultado fiscal nominal do período (SILVA; MEDEIROS, 2009).

---

<sup>57</sup> “Títulos públicos são instrumentos essenciais na atuação diária do Banco Central para o controle da liquidez de mercado e para o alcance de seu objetivo de garantir a estabilidade da moeda, além de representarem referencial importante para emissões de títulos privados.” (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009, p. 17).

<sup>58</sup> Instituto Nacional de Seguridade Social.

<sup>59</sup> No que tange ao critério de competência adotado no Brasil segue-se que: “Nas estatísticas da DLSP, divulgadas pelo Banco Central, o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) é apurado pelo critério de competência, ou seja, os juros são contabilizados *pro rata*, apropriando os valores devidos, independentemente da ocorrência de pagamentos no período. Já em relação à dívida externa, a apuração do estoque dá-se pelo critério caixa, contabilizando os juros apenas quando ocorrem os pagamentos. Nas estatísticas divulgadas pelo Tesouro Nacional, entretanto, a Dívida Pública Federal, tanto interna (DPMFi) quanto externa (DPFe), é classificada pelo critério de competência.” (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 102).

<sup>60</sup> “Tais como as dívidas interna e externa, tanto mobiliária quanto contratual, os compulsórios, as operações compromissadas e a base monetária.” (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 102).

**Quadro 2** — Dívida Fiscal Líquida

Dívida Líquida do Setor Público (A)
Ajuste de Privatização (B)
Ajuste Patrimonial (C)
Ajuste Metodológico sobre a dívida externa (D)
Dívida Fiscal Líquida com câmbio (E = A-B-C-D)
Ajuste Metodológico sobre a dívida interna (F)
Dívida Fiscal Líquida (G = E-F)

Fonte: adaptado de Silva e Medeiros (2009).

No que diz respeito à dívida bruta, ela pode ser classificada quanto à origem, abrangência e natureza. Quanto à origem, a dívida pode ser denominada em interna ou externa<sup>61</sup>. Quanto à abrangência, além do setor público, a dívida pode ser considerada em relação ao governo central, ao governo federal, ao governo geral, aos governos regionais — estaduais e municipais — e às empresas estatais. E quanto à natureza, a dívida pública pode ser considerada como contratual ou mobiliária; a natureza contratual origina-se a partir de um contrato, no qual se define as características da dívida; a natureza mobiliária origina-se a partir da emissão de um título, que possui autonomia em relação ao fato que o originou. Atualmente no Brasil a dívida contratual corresponde somente à dívida externa, pois a dívida contratual interna foi securitizada ao longo dos anos passando a fazer parte da *Dívida Pública Mobiliária Federal Interna* — DPMFI<sup>62</sup> (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Quanto a essa — DPMFI —, ela pode ser classificada em termos de emissão, forma de negociação e seus detentores. A respeito da forma de emissão, ela pode ser tratada em “oferta pública”<sup>63</sup> — quando os títulos são emitidos na forma de um leilão — e sob a forma “direta”<sup>64</sup> — quando os títulos são emitidos para atender a um contrato específico ou determinação legal. Quanto à forma de negociação, os títulos podem ser denominados como negociáveis — livre negociação no mercado — e inegociáveis — quando são impedidos, por questões legais ou operacionais, de ter sua propriedade transferida. E quanto aos detentores, os títulos

<sup>61</sup> O critério adotado no Brasil para classificar a dívida em interna ou externa refere-se à origem da moeda corrente na qual a dívida é obtida. Nesse sentido, dívida interna é aquela denominada na moeda corrente do país, e dívida externa é aquela denominada em outras moedas que não a moeda corrente (SILVA; MEDEIROS, 2009).

<sup>62</sup> Os títulos da DPMFI estão regidos pelos seguintes instrumentos legais: Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, e o Decreto nº 3.859, de 4 de julho de 2001. (SILVA; MEDEIROS, 2009).

<sup>63</sup> Envolvem os títulos mais negociados no mercado, tais como as Letras Financeiras do Tesouro – LFT -, as Letras do Tesouro Nacional – LTN – e as Notas do Tesouro Nacional – NTN.

<sup>64</sup> São exemplos de emissões diretas a securitização de dívidas e as emissões para fins de reforma agrária – TDA.



públicos podem constar na carteira do Banco Central<sup>65</sup> ou em poder do público. (SILVA; MEDEIROS, 2009).

No que tange à Dívida Mobiliária Externa, esta pode ser classificada em dois grandes grupos, isto é, dívida renegociada e novas emissões. Na dívida renegociada estão os títulos emitidos em função dos programas de renegociação. Nas novas emissões estão os títulos emitidos em ofertas públicas após finalizado o processo de renegociação da dívida externa, quando o país voltou a acessar o mercado internacional. No que diz respeito à Dívida Contratual Externa, destaca-se, no caso do Brasil, as contraídas para financiamento de projetos e programas de interesse do país, a saber: de organismos internacionais — Banco Mundial, por exemplo; e bancos privados e agências governamentais (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Ademais, por fim, vale destacar os principais indicadores de endividamento utilizados no Brasil. Assim, no âmbito do conceito de dívida bruta, temos a Dívida Bruta do Governo Geral — DBGG —, que abrange a totalidade das dívidas do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais com o setor privado e o setor público financeiro<sup>66</sup>; são descontados da dívida bruta os passivos de um ente cujo credor seja outro entre englobado pela DBGG. Já no que diz respeito ao conceito de dívida líquida, temos a Dívida Líquida do Governo Geral, que corresponde ao endividamento líquido do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais com o setor privado não financeiro e o sistema financeiro, público — inclusive o Banco Central — e privado, e o resto do mundo. Ainda no âmbito da dívida líquida, temos a Dívida Líquida do Setor Público, principal indicadores de endividamento utilizado pelo governo do Brasil para decisões de política econômica; como dito anteriormente, o conceito de setor público para o cômputo da DLSP é o de setor público não financeiro mais o Banco Central:

Considera-se como setor público não financeiro, para fins desse indicador, as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais. Incluem-se também no conceito de setor público não financeiro os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais. (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 109).

---

<sup>65</sup> Neste caso, o efeito sobre o estoque da DLSP é nulo, visto que os títulos da DPMFI estariam registrados no ativo do Banco Central e no passivo do Tesouro Nacional em igual magnitude (SILVA; MEDEIROS, 2009).

<sup>66</sup> As operações compromissadas do Banco Central com o setor financeiro são registradas como dívida do governo geral (SILVA; MEDEIROS, 2009).

Compõem o passivo da DLSP a dívida interna e externa do governo federal, a base monetária e as operações compromissadas<sup>67</sup>; a respeito dos ativos, os principais são as reservas internacionais do Banco Central e os fundos públicos. Quando somamos as dívidas interna e externa do governo federal, temos a Dívida Pública Federal — DPF. A dívida interna é conhecida como DPMFI<sup>68</sup>, e a dívida externa como Dívida Pública Federal externa<sup>69</sup> — DPFe. Como dito anteriormente, a DPMFI é a dívida sob a forma de títulos públicos cotados em reais e seus principais detentores são o público — mercado — e o Banco Central. Dentre os principais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para refinanciamento da DPF temos os seguintes:

Letras do Tesouro Nacional (LTN): são títulos com rentabilidade definida (taxa fixa) no momento da compra. Forma de pagamento: no vencimento.

Letras Financeiras do Tesouro (LFT): são títulos com rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa média das operações diárias com títulos públicos registrados no sistema Selic ou simplesmente taxa Selic). Forma de pagamento: no vencimento.

Nota do Tesouro Nacional, série B (NTN-B): são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).

Nota do Tesouro Nacional, série F (NTN-F): são títulos com rentabilidade prefixada, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal). (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 111).

Com isso, procuramos expor os principais conceitos da estrutura da dívida pública brasileira, com os quais trabalharemos ao longo deste capítulo, a fim de identificar o papel que a referida dívida tem no processo de financeirização da economia brasileira de maneira mais clara e simples. Posto isto, objetivamos, em seguida, apresentar o contexto histórico de evolução da dívida pública brasileira pré-Plano Real.

---

<sup>67</sup> As operações compromissadas são um instrumento de política monetária, a fim de controlar o nível de liquidez da economia, utilizado pelo Banco Central. Tal instrumento consiste em operações de venda de títulos públicos com compromisso de recompra ou compra com compromisso de revenda em data futura (SILVA; MEDEIROS, 2009).

<sup>68</sup> A DPMFI representa atualmente a parcela majoritária do estoque da DPF em poder do público. Em dezembro de 2018 o estoque da DPMFI representava 96,1% - ou R\$ 3,7 trilhões - da DPF (BRASIL, 2019a).

<sup>69</sup> A DPFe é dívida do governo federal sob a forma de títulos e contratos, cujos recebimentos e pagamentos são cotados em outras moedas que não o real.

### 3.1.2 O Contexto histórico pré-Plano Real

Dentre as principais funções da dívida pública mencionadas na subseção anterior, em meados dos anos de 1960, a que mais era expressiva era a de financiar os investimentos públicos sem que fossem geradas pressões inflacionárias. Em segundo lugar, foram criados instrumentos em função da melhor condução da política monetária. Somente na década de 1990, efetivou-se a função de criar um referencial de longo prazo para o investimento privado, que adveio dada as turbulências pelas quais passou a economia brasileira nas décadas anteriores (PEDRAS, 2009).

Com a ruptura do sistema político em 1964, sobreveio também uma alteração na relação econômica do Estado brasileiro com a sociedade; o governo Castello Branco empenhou-se em conduzir uma modernização na economia — o que ficou conhecido como “modernização conservadora”. Assim, foi estabelecido em 1965 o Plano de Ação Econômica do Governo — PAEG —, que tinha como objetivo a redução das taxas de inflação verificadas nos anos anteriores, com base em políticas fiscal e monetária contractionistas. Além disso, o PAEG previa: “(i) a obtenção de recursos adicionais para a cobertura dos déficits da União; (ii) o estímulo à poupança individual; e (iii) a criação de um mercado voluntário para os títulos públicos.” (PEDRAS, 2009, p. 59).

Em virtude do histórico inflacionário do Plano de Metas<sup>70</sup>, sobretudo pela inexistência de uma estrutura de financiamento adequada<sup>71</sup>, o país necessitava de uma reforma no sentido de desenvolver um sistema financeiro eficiente. Nesse sentido, portanto, as seguintes reformas foram introduzidas:

[...] a) Lei nº 4.357 de 16/07/64, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; b) Lei nº 4.380 de 21/08/64, que criou o Banco Nacional de Habitação (BNH) e institucionalizou a correção monetária nos contratos imobiliários; c) Lei nº 4.595 de 31/12/64, que se constituiu na reforma bancária, transformando a SUMOC e seu Conselho em, respectivamente, Banco Central do Brasil (BCB) e Conselho Monetário Nacional (CMN) e; d) Lei nº 4.728 de 14/07/65, que promoveu uma ampla reforma no mercado de capitais. (FERNANDES, 2009, p. 81).

<sup>70</sup> “O financiamento dos gastos públicos, essenciais para o cumprimento das metas do Plano, foi obtido essencialmente por emissões monetárias e empréstimos externos e, por isso mesmo, não podia ser mantido por prazo indeterminado” (FERNANDES, 2009, p. 79).

<sup>71</sup> O país não dispunha de um mercado de capitais consolidado e nem de um mercado de títulos da dívida pública desenvolvido naquela época. Por conta disso, a principal fonte de financiamento do Estado brasileiro, além da tributária, era a emissão monetária (FERNANDES, 2009).

Além disso, a correção monetária foi criada pela edição da Lei nº 4.357 de 16/07/1964; e o recém-criado Banco Central do Brasil tinha objetivos duplos, a saber: a constituição de um mercado eficiente de títulos públicos, assim como a viabilização das operações de política monetária<sup>72</sup>. Ou seja, cabia ao Banco Central a utilização de títulos públicos para o financiamento da dívida pública, bem como para a execução da política monetária (PEDRAS, 2009).

Destaca-se, com isso, que o processo de formação da dívida pública interna brasileira originou-se em virtude de um contexto de instabilidade monetária e de se obter uma fonte adequada de financiamento das despesas crescentes do Estado (FERNANDES, 2009). Assim, por conseguinte, criou-se a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional — ORTN — por meio da Lei nº 4.457 de 16/07/1964 e pelo Decreto nº 54.252/64 (PEDRAS, 2009).

A criação da ORTN foi o primeiro passo para a institucionalização da correção monetária no Brasil. Tal medida protegia os investidores das perdas representadas pela inflação, e, nesse sentido, promoveu um grande impulso ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil<sup>73</sup> (PEDRAS, 2009). Nesse contexto, pois, a adesão à correção monetária apresentava os seguintes objetivos:

[...] i) reajustar os contratos habitacionais; ii) racionalizar o sistema tributário (IRPF e IRPJ); iii) permitir a convivência da sociedade com taxas relativamente altas de inflação; iv) financiar, por via não monetária, os déficits públicos, obtendo recursos adicionais para a cobertura dos mesmos; e v) permitir o surgimento de uma demanda voluntária para os papéis do governo, dada a proteção do agente tomador contra a depreciação monetária ocasionada pela inflação. (FERNANDES, 2009, p. 84).

Desse modo, a ORTN era um título público com vencimento entre 3 e 20 anos, corrigido trimestralmente, ofertada em leilões promovidos pelo Banco Central, com acesso exclusivo às instituições financeiras. A fim de estimular a demanda por tal título, o Estado brasileiro valeu-se de alguns expedientes: a possibilidade de uso da ORTN para o pagamento de impostos da esfera federal; a obrigatoriedade de uso das ORTN na forma de contribuições para o antigo Fundo de Indenizações Trabalhistas; e a autorização para serem utilizadas na composição parcial das reservas compulsórias dos bancos comerciais. (FERNANDES, 2009). Por consequência, devido ao sucesso inicial das ORTN, verificaram-se elevadas taxas de

<sup>72</sup> “Entre as atribuições definidas para o Banco Central pela Lei nº 4.595 estava, em seu art. 10, ‘efetuar, como instrumento de política monetária’, operações de compra e venda de títulos públicos federais.” (PEDRAS, 2009, p. 59).

<sup>73</sup> Antes da criação da ORTN, o mercado de títulos públicos brasileiro era inexpressivo, visto que a vigência da lei da usura – lei que proibia a prática de juros nominais maiores que 12% ao ano – e a aceleração da inflação tornavam os títulos públicos pouco atrativos pela baixa rentabilidade (FERNANDES, 2009).

crescimento da dívida pública nos primeiros anos de introdução das ORTN, passando a DPF<sup>74</sup> de 0,5% do PIB em 1965, para 4% do PIB em 1969. Por conta disso, a partir de 1969 o financiamento pelo público já excedia as necessidades fiscais do governo, tornando o crescente endividamento basicamente instrumento de viabilização da política monetária, através da criação de um eficiente mercado de títulos públicos (PEDRAS, 2009).

Todavia, a despeito do sucesso da ORTN, ela ainda não era o instrumento mais adequado<sup>75</sup> a fins de política monetária por parte do Banco Central. Assim, em 1970, foram editados o Decreto-Lei nº 1.079, de 29/01/1970, e a Resolução nº 150 do CMN, de 22/07/1970, que criava as Letras do Tesouro Nacional — LTN — para fins de política monetária (PEDRAS, 2009). A LTN era um título prefixado com prazo mais curto, emitido inicialmente com prazo de 35 dias<sup>76</sup>; o objetivo na introdução de um título prefixado era iniciar um processo de aprendizado junto ao mercado, dado que era a primeira vez que emitia-se um papel prefixado no Brasil. Ademais, as LTN tiveram sua demanda incentivada pela autorização dada aos bancos comerciais para nelas aplicar parte de seus depósitos à vista e a prazo, e também pela permissão para que tais títulos pudessem ser utilizados como meios de pagamento de tributos federais, como ocorrera com as ORTN (FERNANDES, 2009).

Assim, pelas características próprias da LTN e pelo seu maior uso na condução da política monetária, verificou-se um vigoroso aumento das LTN no total da dívida. Enquanto ao final de 1970 as LTN representavam 5% do estoque da dívida, já em 1972 representariam 33,6%. No entanto, esse movimento de crescimento da participação das LTN foi interrompido no fim da década de 1970, quando o país começou a sentir os efeitos do primeiro choque do petróleo. Desse modo, à medida que a inflação ia aumentando, os investidores voltavam a privilegiar as ORTN em detrimento das LTN<sup>77</sup> (PEDRAS, 2009). Logo, com o avanço da inflação, reforçada, sobretudo, pelo segundo choque do petróleo em 1979, os credores da

<sup>74</sup> Dívida Pública Federal interna.

<sup>75</sup> Pelo fato de a ORTN ter sua rentabilidade constituída em juros, correção monetária e deságio — ou ágio —, havia dificuldade para a execução de cálculos financeiros mais complexos. Desse modo, havia a necessidade de um título com características mais simples. (FERNANDES, 2009).

<sup>76</sup> “Essa sistemática seria mantida até março de 1972, quando foram lançadas as primeiras LTN de 182 dias de prazo sob uma nova metodologia de leilões. Nessa nova forma, a taxa das LTN, ao invés de ser determinada pelo Banco Central, era obtida pela competição dos agentes no leilão. Com o sucesso da nova sistemática, todos os títulos públicos acabaram passando a ser ofertados sob a égide dessa nova metodologia de leilões.” (FERNANDES, 2009, p. 87).

<sup>77</sup> Nesse processo, vale destacar, as LTN ainda mantiveram um peso elevado no total da dívida, de tal modo que o prazo médio da dívida foi decrescendo a partir da segunda metade da década de 1970. Assim, embora fosse um movimento autônomo a substituição das LTN pelas ORTN, o governo, naquele período, passou a estimular a demanda pelas ORTN, a fim de alongar o prazo médio da dívida. (FERNANDES, 2009).

dívida exigiam prazos mais curtos e com correção monetária, o que possibilitou a gênese de um processo de valorização financeira de capital definida pelo próprio Estado<sup>78</sup> (FERNANDES, 2009).

Nesse contexto, por conseguinte, no fim da década de 1970 até a primeira metade da década de 1980, os investidores privilegiaram as ORTN, em virtude das expectativas em relação à inflação. Em 1983, as ORTN já atingiriam a participação de 96% da dívida pública em poder do público (PEDRAS, 2009). Além disso, o prazo médio da dívida mobiliária federal voltava a cair<sup>79</sup>, a despeito da tentativa por parte do governo de alongamento desse prazo pela substituição das LTN pelas ORTN; a queda do prazo médio deveu-se, sobretudo, a dois fatos: “[...] i) do resgate das ORTN de cinco anos de prazo e sua substituição por ORTN de dois anos de prazo, e ii) da emissão maciça de LTN com três meses de vencimento.” (FERNANDES, 2009, p. 95). Desse modo, os agentes credores encontravam-se numa situação confortável, na qual poderiam satisfazer seus interesses rentistas ao mesmo tempo em que tinham garantida a rentabilidade real e a liquidez próxima à da moeda para seus ativos.

A segunda metade da década de 1980 representa um marco institucional na história da dívida pública brasileira. Em 1986 criou-se a Secretaria do Tesouro Nacional, por meio do Decreto nº 92.452 de 10/08/1986, objetivando centralizar o controle das despesas públicas. Em 1987, por meio do Decreto nº 94.443 de 12/06/1987, determinou-se a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda, mais precisamente a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional. Além disso, a fim de separar as atribuições de autoridade monetária e fiscal, foi criado o Decreto-Lei nº 2.376, de 25/11/1987, que previa que a dívida pública só poderia ser elevada para cobrir déficit no Orçamento Geral da União — OGU — e para cobrir a parcela do serviço da dívida não incluída no OGU<sup>80</sup> (PEDRAS, 2009).

Com progresso do processo inflacionário<sup>81</sup> na segunda metade da década de 1980, o governo viu-se “obrigado” a elaborar planos de estabilização mais ousados. Nesse contexto, já em 1986, o país vivera a primeira experiência heterodoxa de combate à inflação, a saber, o

<sup>78</sup> Isso caminha em concordância com as teses sobre o processo de financeirização no Brasil vistas no capítulo anterior. Segundo tais teses, a financeirização pré-Plano Real era majoritariamente fundada em ganhos inflacionários, sendo a dívida pública interna o instrumento básico desse processo.

<sup>79</sup> “Vale mencionar que essa política só foi possível tendo em vista o relativamente reduzido estoque de dívida. Caso o nível de endividamento fosse elevado, uma redução em seu prazo poderia levar à percepção de insolvência por parte dos demandantes de títulos públicos, agravado pelo fato de que o país estava vivendo uma crise cujas dimensão e duração não eram ainda conhecidas.” (PEDRAS, 2009, p. 62).

<sup>80</sup> Vale destacar, ainda era autorizado ao Banco Central financiar o montante que o Tesouro Nacional não conseguisse financiar por meio da emissão de títulos junto ao público. (PEDRAS, 2009).

<sup>81</sup> Para maiores detalhes acerca do debate da natureza da inflação no Brasil, ver Modenesi (2005).

Plano Cruzado; tal plano, entre outras coisas, impôs o congelamento dos preços e decretou o fim da correção monetária junto com a redução das taxas reais de juros (PEDRAS, 2009). Assim, as ORTN, em março de 1986, passaram se chamar OTN — Obrigações do Tesouro Nacional —, criadas por meio do Decreto-Lei nº 2.284/86, com o intuito de substituir as ORTN, que teve seu preço congelado por um ano. No entanto, a crescente expectativa de aceleração inflacionária fez as OTN obterem pouca atratividade junto ao mercado, de modo que as autoridades, dentro desse contexto, criaram as Letras do Banco Central — LBC —, por meio da Resolução 1.124/86 (FERNANDES, 2009).

Desse modo, a LBC era um título para fins de política monetária que era remunerada pela taxa Selic<sup>82</sup>, com indexação diária (PEDRAS, 2009). Nesse sentido, portanto, estabelecer-se-ia um padrão de indexação não mais atrelado em índices de preços, mas nas operações diárias do sistema Selic, as quais acompanhava a taxa de inflação: em suma, introduzia-se o conceito de indexação financeira cumulativa no mercado de títulos públicos. Tal sistemática teve boa aceitação pelo mercado, razão pela qual verificou-se, ao fim de 1986, que a LBC já representava 56,4% dos títulos públicos em poder do mercado (FERNANDES, 2009). Além disso, vale destacar, que nesse processo o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro — LFT —, por meio da edição do Decreto-Lei 2.376/87, com objetivo de substituir as LBC, e que possuía características idênticas a essa, mas destinada especificamente para o financiamento dos déficits orçamentários (PEDRAS, 2009).

Com o insucesso do Plano Cruzado, o Plano Cruzado II foi decretado em novembro de 1986, o qual, entre outras medidas, determinava o descongelamento do valor nominal das OTN e sua substituição pelas novas LBC. No mesmo ano foi criado o mercado interbancário no Brasil, com a instituição dos certificados de depósitos interbancários — CDI — em 1986. Em 1988, as LFT começaram a ganhar espaço no mercado, à medida que as LBC chegavam ao seu vencimento (FERNANDES, 2009). Ademais, com a promulgação de Constituição de 1988, o Banco Central só poderia adquirir títulos diretamente do Tesouro Nacional em montante equivalente ao principal vencendo em sua carteira<sup>83</sup>. Desse modo, o financiamento público, entre os anos de 1988 e 1989, começou a ser realizado a partir das emissões das LFT,

---

<sup>82</sup> A taxa Selic é a taxa média de juros, de um dia, apurada nas operações de empréstimos entre as instituições financeiras, lastreadas em títulos públicos como garantia.

<sup>83</sup> “Posteriormente, em 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal tornou ainda mais rígida a legislação, ao estabelecer que as colocações para a carteira do Banco Central só poderiam ser efetuadas à taxa média do leilão realizado, no dia, em mercado, regra esta que permanece até os dias atuais.” (PEDRAS, 2009, p. 64).

sendo tal título praticamente a única forma de arrecadação de recursos, via títulos, do governo no período em questão (PEDRAS, 2009).

Com o fracasso de mais um plano de estabilização — Plano Verão — em 1989, em abril de 1989 retornou-se à emissão de títulos indexados a índices de preços, com a criação do Bônus do Tesouro Nacional — BTN — indexado ao IPC<sup>84</sup>, criado pela Lei nº 7.777/89, destinado à cobertura do déficit público. Todavia, os BTN não tiveram sucesso, tendo em vista a preferência pelo mercado por títulos indexados a juros (FERNANDES, 2009). Por consequência, em 1990, o endividamento público era crítico e a dívida pública era composta majoritariamente por LFT com prazo médio de cinco meses. Assim, nessa realidade instável, o Estado brasileiro foi levado a medidas drásticas, representadas no Plano Collor; nesse, determinou-se o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país. Em 1991, dada a perda de credibilidade do governo em razão do congelamento de ativos financeiros, o Banco Central criou o Bônus do Banco Central, por meio da Resolução nº 1.780 de 21/12/1990; era um título com características idênticas à LTN, para fins de política monetária. No fim de 1991, foi criado um novo instrumento, por meio do Decreto nº 317 de 30/10/1991, denominado Notas do Tesouro Nacional — NTN —, com variada séries de acordo com o indexador utilizado<sup>85</sup>. No entanto, a despeito dessas inovações, a inflação manteve-se elevada, superando a casa dos 1.000% ao ano, de modo que somente em 1994 solucionar-se-ia a questão da inflação no Brasil, por meio da execução do Plano Real (PEDRAS, 2009).

No que diz respeito à dívida pública externa, sua história não foi tão diferente do ocorrido com a dívida pública interna, qual seja, os eventos da economia internacional tiveram reflexos no movimento da dívida externa. Assim, em suma: de 1964 até o primeiro choque do petróleo, em 1973, a dívida pública externa brasileira cresceu de forma relativamente constante e sustentável, em virtude da fase de liquidez abundante do setor externo e do crescimento econômico verificado; a partir desse momento, em 1974, a dívida começava a apresentar problemas em sua sustentação, devido a um processo de deterioração no balanço de pagamento por conta de um aumento na saída de recursos; em 1979, devido ao segundo choque do petróleo e à elevação nas taxas de juros internacionais,<sup>86</sup> a conjuntura econômica e política da época levou à crise da dívida externa os países subdesenvolvidos, na década de 1980. Até o primeiro choque do petróleo, como dito, verificou-se um crescimento

---

<sup>84</sup> Índice de Preços ao Consumidor

<sup>85</sup> Dentre os mais comuns podemos citar: o dólar – NTN-D; o IGP-M – NTN-C; e a TR – NTN-H. (PEDRAS, 2009).

<sup>86</sup> Para maiores detalhes, ver Tavares (1985).



sustentável no endividamento externo no país. Tal crescimento relacionou-se, entre outras coisas, à manutenção do padrão de alto crescimento econômico que vinha ocorrendo no período anterior, vista a necessidade de financiamento externo desse crescimento, por conta de uma estrutura de financiamento interna pouco desenvolvida. Todavia, em 1974, a dívida externa passa de promotora do crescimento econômico a inibidor deste, pois as saídas de capitais a títulos de juros e amortizações já superavam as entradas (PEDRAS, 2009).<sup>87</sup>

Além disso, por outro lado, devido ao processo de acúmulo de recursos nos países exportadores de petróleo e à transferência destes para os bancos europeus e estadunidenses, o Brasil — como os países subdesenvolvidos em geral — não teve o influxo de recursos externos cortados. Desse modo, de 1974 a 1980, sem deixar de expandir o produto a uma taxa média anual em torno de 7%, especialmente em vista dos investimentos associados ao II Plano Nacional de Desenvolvimento — no governo de Geisel —, o país experimentou um crescimento ainda maior na dívida externa pública. Com o aumento nas taxas de juros internacionais — sobretudo nos EUA —, o influxo de recursos externos a fim de equilibrar o balanço de pagamentos brasileiro foi imensamente encarecido e começava-se uma fase crítica na economia brasileira. De modo que:

A redução da liquidez internacional conjugada com o aumento das taxas de juros internacionais acarretou maiores dificuldades na renovação de empréstimos, em um momento em que o financiamento do balanço de pagamentos se tornara particularmente crítico. A escassez de divisas externas, acoplada a uma elevação das taxas de juros internacionais e a uma recessão externa, geraram internamente também um movimento recessivo que acabaria por influenciar toda a década, não por outro motivo conhecida como “a década perdida”. (PEDRAS, 2009, p. 71).

Nesse contexto, a solução buscada pelo governo brasileiro foi o pedido de socorro ao sistema financeiro internacional. Em 1982, o país inicia conversas com Fundo Monetário Internacional e com a comunidade financeira internacional, representada basicamente pelos grandes bancos estadunidenses; em 1983, a fim de contornar a crise, elabora-se o Programa para o Setor Externo, o qual previa elevar as exportações e reduzir as importações para honrar

---

<sup>87</sup> Em conexão com a dívida pública interna, esse processo promoveu um “enxugamento” da base monetária via emissão de títulos públicos da dívida interna: “A necessidade de obter novos recursos para honrar os juros e a amortização do principal da dívida externa anteriormente assumida, induzia a manutenção de elevadas taxas de juros domésticas como forma de atração de capitais. Isso associado ao amplo cenário de liquidez internacional dos anos setenta e as grandes captações de recursos externos, via estatais, gerava um fluxo crescente de dólares na economia brasileira. A fim de evitar emissões de moeda que viessem a pressionar ainda mais os índices de preços, o governo utilizava-se de operações de esterilização, ofertando títulos públicos no mercado financeiro.” (FERNANDES, 2009, p. 123).

com os compromissos externos. No período compreendido entre 1983 e 1987, verificar-se-iam diversas operações de reestruturação da dívida externa brasileira<sup>88</sup> junto ao FMI e à comunidade financeira internacional<sup>89</sup>. Ao mesmo tempo, vale destacar, ocorria um processo de estatização da dívida externa no Brasil, isto é, um processo de concentração crescente do estoque da dívida externa nas mãos do Estado brasileiro, seja na forma de fluxos diretos de empréstimos externos feitos por órgãos da administração pública, como na de empréstimos externo feitos pelas empresas estatais; nesse processo, o Banco Central colocou-se em posição determinante ao assumir o risco cambial da dívida externa privada, com a instituição dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira — DRME — e a transformação do Banco Central em tomador de empréstimos junto aos bancos internacionais. Em suma: o ônus da crise econômica causada pela dívida externa no Brasil nesse período foi transferido, em sua maior parte, para o Estado brasileiro por meio da crescente fragilização financeira das empresas estatais<sup>90</sup> e da estatização do passivo em moeda estrangeira de frações do capital privado no país.<sup>91</sup>

Mas, não só as estatais operaram como absorvedoras dos custos da crise. O governo central, através dos DRME junto ao Banco Central, assumiu parcela expressiva do passivo associado ao crédito externo. Os capitais privados, ao anteciparem a liquidação de suas dívidas, fugiram dos choques do câmbio e dos juros transferindo os seus efeitos para o passivo não monetário das autoridades monetárias. Mais ainda, dados os termos da renegociação com o cartel dos bancos credores, coube ao Banco Central bancar diretamente o custo do giro de um estoque crescente de débitos externos. Verifica-se, portanto, que a estatização da dívida externa constituiu um poderoso instrumento de socialização do ônus da crise, de comprometimento dos fundos públicos a favor da preservação do capital bancário internacional e de frações privilegiadas do capital privado em operação no país. (CRUZ, 1995, p. 132).

<sup>88</sup> Nesse contexto, surgiu o Plano Baker — então secretário do Tesouro dos EUA —, que defendia que os acordos de reestruturação de dívida não deveriam comprometer a capacidade e o crescimento dos países, de modo que cada banco continuasse provendo novos recursos aos países devedores. Todavia, como cada banco em particular tinha interesse em que outro banco mantivesse provendo recursos aos tais países, dado que individualmente tais bancos não pretendiam aumentar sua exposição em créditos aos mesmos — processo conhecido na literatura econômica como *free rider* — o Plano Baker não obteve os benefícios esperados. (PEDRAS, 2009).

<sup>89</sup> Sobre esse processo vale destacar: “O grau de dificuldade da situação e sua disseminação entre os países em desenvolvimento induziam à busca por soluções globais, a serem respaldadas de forma genérica pela comunidade financeira internacional. Entretanto, e em que pese a recuperação da economia dos Estados Unidos e o conseqüente afrouxamento da restrição externa, ocorrido em 1984, havia uma grande dificuldade dos países em se adaptarem às políticas recomendadas pelo FMI.” (PEDRAS, 2009, p. 72).

<sup>90</sup> Segundo Cruz (1995), as empresas estatais foram os meios originários do processo de estatização da dívida externa no Brasil, iniciado em meados dos anos de 1970.

<sup>91</sup> Este processo, vale destacar, é fundamental para nossa posterior compressão da relação da dívida pública brasileira com o processo de financeirização, já que indica precisamente a relação íntima do Estado brasileiro com o capital privado. Nesse sentido, a estatização da dívida externa brasileira é mais um indicativo da relevância que tem a dívida pública brasileira na salvaguarda da valorização de frações do capital privado no Brasil.

Com avanço da crise, o Brasil, em fevereiro de 1987, decreta a moratória da dívida externa ao suspender os pagamentos de juros sobre a dívida de médio e longo prazos. Em setembro de 1988, o país assina um acordo pondo fim à moratória, que previa a entrada de US\$ 5,2 bilhões. Nesse período, foi apresentado à comunidade financeira internacional um segundo plano na tentativa de solucionar o problema do endividamento dos países subdesenvolvidos; idealizado pelo então secretário do Tesouro dos EUA, Nicholas Brady, o Plano Brady previa que o governo do país que o aderisse entraria diretamente nas negociações, procurando eliminar a ocorrência do problema de *free rider*<sup>92</sup>, o plano também estabelecia a troca dos empréstimos anteriores por novos títulos — Brady Bonds —, que poderiam ser negociados posteriormente no mercado, além de alongamento dos prazos e redução do serviço da dívida (PEDRAS, 2009).

Logo, em 1990, com o governo Collor, o Brasil adere às políticas liberalizantes,<sup>93</sup> em alta no período. Em dezembro, foi baixada a Resolução do Senado Federal nº 82, de 18/12/1990, prevendo os parâmetros para as negociações da dívida pública externa; em abril de 1991, estabeleceu-se o acordo de princípios referentes à regularização dos juros devidos e não remetidos. Parte desses recursos foi remetida em dinheiro e outra parte trocada por um novo título, emitido pelo governo do Brasil — *Interest Due and Unpaid* — em novembro de 1992. Em 29 de dezembro de 1992 o Plano Brasileiro de Financiamento é aprovado pelo Senado Federal, por meio da Resolução nº 98 de 29/12/1992. E, em abril de 1994, inicia-se a emissão dos títulos brasileiros: *Discount Bonds*, *Par Bonds*, *Front-Loaded Interest Reduction Bonds*, *Capitalization Bond*, *Debt Conversion Bonds*, *New Money Bonds* e *Eligible Interest Bonds* (PEDRAS, 2009). Desse modo, em resumo, o Plano Brady possibilitou a securitização da parcela majoritária da dívida pública externa brasileira, inaugurando um novo padrão de endividamento externo para o país:

A existência de títulos brasileiros livremente negociados no mercado internacional, situação propiciada pelo Plano Brady, criou as bases para o novo modelo de endividamento assumido pelo país e que vigora até hoje. A estrutura herdada pelos acordos no âmbito do Plano Brady, mais particularmente a estrutura de dívida mobiliária, com ativos livremente negociados em mercado secundário, com relativa liquidez (de forma que o investidor possa revendê-lo em mercado, caso deseje), propiciou condições necessárias para a nova fase do passivo externo, que pode ser hoje administrado com muito maior flexibilidade. (PEDRAS, 2009, p. 75).

<sup>92</sup> Ver nota 88.

<sup>93</sup> A década de 1990 marcou a gênese da adesão da economia brasileira ao receituário popularmente conhecido como neoliberal. Na América Latina, o neoliberalismo assumiu a forma do que ficou conhecido pelo termo popular “Consenso de Washington”. Para maiores detalhes, ver Batista (1995).

Os episódios e medidas relatados sintetizam a gênese da relação entre a dívida pública brasileira e o processo de financeirização. Apesar de nosso escopo de pesquisa não incluir o período compreendido nesta subseção, ficaram claras as razões pelas quais a inclusão do contexto pré-Plano Real faz-se necessária para o entendimento mesmo do objeto de nosso trabalho; pois, como visto, o surgimento do mercado de títulos públicos no Brasil foi um evento condicionante para posterior compreensão da relação entre a dívida pública brasileira e o processo de financeirização. Assim, por conseguinte, observamos que emanaram do Estado brasileiro as principais medidas que fomentaram o desenvolvimento da natureza financeira da dívida pública brasileira, tais como: a instituição da correção monetária, que possibilitou a valorização dos ativos financeiros com base em ganhos inflacionários<sup>94</sup>; o processo de estatização da dívida externa, na medida em que colocou o Estado brasileiro como salvaguarda dos passivos em moeda estrangeira de frações do capital privado, além de fomentar o próprio crescimento da dívida pública brasileira no período; a introdução da indexação a juros, como mecanismo de valorização fictícia dos ativos financeiros, entre outras coisas. Portanto, foram medidas que colocaram o Estado brasileiro num patamar fundante do processo de financeirização da economia brasileira.

Nesse sentido, a história do vínculo entre a dívida pública brasileira e o processo de financeirização da economia brasileira não pode ser compreendida sem o entendimento do papel do Estado nesse processo. Por outro lado, como vimos, é inegável que a responsabilidade básica dos eventos mencionados acima é da própria natureza do fenômeno da financeirização do capitalismo naquele período em questão, pois, como visto no capítulo anterior, o início do processo de financeirização deu-se, na abordagem marxista, a partir da segunda metade do século XX. Nesse contexto, no qual o processo de financeirização já vinha desenvolvendo-se nas economias centrais, as reformas internas — referidas anteriormente —, a partir dos anos de 1960, pelas quais a economia brasileira passou, no sentido de desenvolver o capitalismo tardio brasileiro, atuaram indiretamente para a gênese do processo de financeirização no país. Portanto, o desenvolvimento tardio do capitalismo brasileiro aliado ao

---

<sup>94</sup> A acumulação financeira com base nos ganhos inflacionários, característica da fase pré-Plano Real da financeirização da economia brasileira, tem por base o processo de “ciranda financeira” com os títulos da dívida pública interna; os atributos de correção monetária, risco mínimo e alta liquidez, num contexto inflacionário, possibilitaram que a função de reserva de valor da moeda fosse transferida, em grande parte, para esses títulos, de modo a serem usados como lastro no processo de especulação financeira pelos bancos no período. Em última instância, a base da acumulação financeira desse processo são os juros reais ou líquidos — isto é, descontados a inflação —, no entanto, como trata-se de um contexto inflacionário, o mecanismo da correção monetária aparece como a fonte inicial dos ganhos financeiros, daí a caracterização do processo com “base em ganhos inflacionários”.

histórico inflacionário do país, num contexto internacional de financeirização, colocou a economia brasileira numa trajetória convergente a um processo de financeirização posterior. Desse modo, com base no que foi apresentado nessa subseção, podemos compreender a razão pela qual a literatura aponta que foi em meados da década de 1960 que se iniciou o processo de financeirização no Brasil.

Por fim, podemos dizer que a condução e evolução da dívida pública, a partir da década de 1960, vinculadas aos eventos históricos da economia nacional e internacional, levaram ao processo de financeirização da economia brasileira posteriormente. A introdução da ORTN, a utilização dos títulos públicos para esterilizar a monetização relativa à entrada de recursos externos, a natureza de quase-moedas desses títulos, o endividamento acima das necessidades fiscais do Estado etc. promoveram uma padrão de valorização financeira baseado em ganhos inflacionários<sup>95</sup> até a execução do Plano Real. Ou seja, toda a lógica de valorização da riqueza nesse período estava baseada, praticamente, em títulos públicos indexados à inflação<sup>96</sup> — ativos bancários, poupança privada, investidores institucionais etc. Desse modo, o histórico inflacionário e a indexação de praticamente toda a dívida pública interna a índices de preços em dado período faz da economia brasileira um caso *sui generis*, no que diz respeito à forma que assume a financeirização neste país.

### 3.2 DÍVIDA PÚBLICA, PLANO REAL E FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL

Nesta seção pretendemos explorar as relações mais diretas entre o Plano Real e a dívida pública, e seus efeitos sobre o processo de financeirização da economia brasileira. Portanto, aqui alcançamos o objetivo de nossa pesquisa, isto é, analisar a relação entre a dívida pública brasileira e o processo de financeirização da economia no Brasil após o Plano Real. Nesse sentido, inicialmente exporemos as relações econômicas e sociais entre o Plano Real e a dívida pública brasileira; e, posteriormente, buscaremos identificar o papel — ou

---

<sup>95</sup> Embora a introdução da indexação financeira com as LFT tenha ocorrido em 1987, o padrão de valorização financeira continuou sendo os ganhos inflacionários, visto que as operações diárias da taxa Selic seguiam o movimento da inflação — algo que seria institucionalizado posteriormente com a política de metas de inflação em 1999.

<sup>96</sup> Aqui está implícito que a maioria da população não tinha condições de acesso aos instrumentos mais eficazes de correção monetária, visto que a inflação atinge as classes de forma desigual, empobrecendo muitos e enriquecendo pouco. Para uma discussão acerca dos impactos da inflação nas diferentes classes sociais, ver Keynes (1978).

papeis — que a dívida pública brasileira exerceu e exerce na economia financeirizada do Brasil pós-Plano Real.

### 3.2.1 O Plano Real e a Dívida Pública

O contexto ideológico e político do Plano Real pode ser sintetizado pelo termo “neoliberalismo<sup>97</sup>”. Esse contexto caracteriza uma nova realidade da economia internacional, na qual o processo de financeirização do capitalismo contemporâneo assume sua determinação mais concreta e geral. Nesse estado de coisas, à política econômica nacional caberia a defesa da moeda, o cumprimento dos contratos e da livre concorrência; no plano externo, defendia-se a abertura econômica e financeira. No âmbito da América Latina, o neoliberalismo expressou-se no “Consenso de Washington<sup>98</sup>”. Entre outras coisas, o referido consenso previa para América Latina medidas como:

[...] planos de estabilização por meio de valorização da moeda nacional e entrada de capitais especulativos; abertura da economia, com desregulação comercial e financeira; e reformas estruturais do Estado — com destaque para a privatização — a fim de minimizar sua participação na economia. (BRITO; HERRLEIN JR., 2019, p. 326)

Portanto, o receituário neoliberal, em sua expressão na América Latina, pode ser entendido como um reflexo da inserção do processo de financeirização nessa região. No Brasil<sup>99</sup>, a adesão ao neoliberalismo inicia-se no Governo Collor; aqui, observou-se o início dos processos de privatizações e abertura comercial. Além disso, no que diz respeito ao ideário dominante na ciência econômica no período, o chamado Novo Consenso em Macroeconomia<sup>100</sup> — NCM — previa diversas reformas estruturais na economia brasileira, a fim de obter-se a estabilização sustentável (BRITO; HERRLEIN JR., 2019).

<sup>97</sup> Compreendemos o termo “neoliberalismo” como a forma a qual assume a política econômica e a hegemonia cultural e ideológica, a partir dos anos de 1990, nos países afetados pela crise da dívida da década de 1980, sobretudo os da América Latina. Nesse sentido, a compreensão de Fine e Saad-Filho (2017) acerca do neoliberalismo, como uma nova etapa do desenvolvimento capitalista — com a financeirização como sua principal característica — emergido no pós-guerra alinha-se com o nosso entendimento, assim como a noção de neoliberalismo como a “ordem social” do capitalismo contemporâneo financeirizado, de Duménil e Lévy (2011). Em suma, o termo neoliberalismo aqui compreendido é a contrapartida ideológica, política e institucional do processo de financeirização do capitalismo contemporâneo que, por sua vez, pode ser entendido como a base material do neoliberalismo.

<sup>98</sup> Ver nota 93.

<sup>99</sup> Para uma discussão acerca da adesão da economia brasileira ao neoliberalismo, num contexto da financeirização, ver Paulani (2011; 2012).

<sup>100</sup> Ou Nova Síntese Neoclássica.

Assim, no âmbito do regime fiscal, o NCM defendia um regime que se comprometesse com as políticas estabilizantes para ganhar a confiança do mercado na manutenção de tal regime; desse modo, a política fiscal deveria ser conduzida com o objetivo de gerar um superávit primário necessário para o equilíbrio das contas públicas e, por conseguinte, ganhar a confiança do mercado acerca desse propósito (BRITO; HERRLEIN JR., 2019). No que diz respeito à política monetária, o NCM defende que a mesma deve ter o objetivo único de manutenção da estabilidade de preços, por meio de metas de inflação pré-determinadas por um banco central independente. E, no âmbito do setor público, caberia ao Estado um menor grau de intervenção na economia, garantido basicamente: a manutenção da ordem, da segurança pública e das fronteiras; o cumprimento das leis e contratos; a provisão de serviços de infraestrutura; a proteção à propriedade privada e aos direitos de propriedade; e, por fim, uma menor regulamentação no comércio internacional e nos mercados financeiros (FERNANDES, 2009).

Nesse contexto, o Plano Real é elaborado objetivando a eliminação da inflação inercial por meio da indexação<sup>101</sup> da moeda, que teria base num novo padrão monetário ancorado ao dólar. O plano, desse modo, foi concebido num programa de três fases: um ajuste fiscal; a criação da Unidade de Referência de Valor — URV —, como indexador diário; e a instituição da nova moeda, o Real. Em outros termos, as duas últimas fases — criação da URV e do Real — corresponderam a dois processos: uma *reforma monetária* e uma *âncora cambial*, pois o lançamento da nova moeda — referenciada na URV — passava a ter seu valor sustentado pelo Banco Central no mercado de câmbio. Assim, as duas primeiras fases do plano — ajuste fiscal e reforma monetária — complementam-se com a fase posterior, a âncora cambial, em função de que o ajuste fiscal e a desindexação da economia eram imprescindíveis para o sucesso da estabilidade, segundo seus formuladores. Ademais, as medidas preconizadas pelo Consenso de Washington e pelo NCM foram consideradas indispensáveis para o sucesso do plano, segundo seus formuladores (BRITO; HERRLEIN JR., 2019).

A primeira fase do plano, correspondente ao ajuste fiscal, consistiu em dois esforços fiscais: o Programa de Ação Imediata<sup>102</sup> — PAI — e o Fundo Social de Emergência<sup>103</sup> —

<sup>101</sup> A proposta de combate à inflação pela indexação da moeda no Brasil é conhecida na literatura como “Proposta Larida”, elaborada pelos economistas brasileiros André Lara Resende e Pêrsio Arida. Para maiores detalhes, ver Modenesi (2005).

<sup>102</sup> O Programa de Ação Imediata tinha por foco a redefinição da relação da União com os Estados e do Banco Central com os bancos estaduais e municipais, além de um programa de combate à sonegação (BRITO; HERRLEIN JR., 2019).

FSE. A respeito da reforma monetária, o meio de transição utilizado foi o da indexação diária da moeda, entendia-se ser necessário alinhar os preços relativos por meio de um *indexador universal*; desse modo, criou-se, em primeiro de março de 1994, a URV, uma unidade de conta integralmente indexada, em última instância, ao dólar<sup>104</sup>, a fim de eliminar o componente inercial da inflação. Por fim, em sua última fase, o plano previa a introdução do Real, sustentado por uma âncora cambial. Em suma, nessa última fase, a moeda nova, o Real, foi mantida valorizada — até a crise de 1999 — por meio de um regime que variou de câmbio flutuante, câmbio fixo e bandas cambiais. No primeiro momento, de julho de 1994 a setembro de 1994, no regime de câmbio flutuante, o Banco Central não interveio no mercado de câmbio, de modo ao Real se valorizar fortemente em virtude do influxo de capital externo, decorrente de um estado de alta liquidez internacional. Na segunda etapa, de outubro de 1994 a fevereiro de 1995, a taxa de câmbio nominal manteve-se, em boa medida, estável no valor de R\$ 0.84/US\$, de modo que o Banco Central realizava leilões de compras de dólares a fim de interromper a valorização decorrente da etapa anterior. Posteriormente, com os reflexos da crise mexicana — de final de 1994 — nos fluxos de capitais externos para as economias periféricas, o Banco Central é forçado a adotar um regime cambial mais flexível. Assim, em março de 1995 o Real é desvalorizado em 5%, inaugurando um regime de banda larga de flutuação para o Real. Nesse contexto, “A autoridade monetária começou a intervir diariamente no mercado de câmbio, manipulando a taxa de câmbio no interior da banda larga, de forma a estabelecer uma *minibanda* de flutuação para a moeda nacional.” (BRITO; HERRLEIN JR., 2019, p. 328).

Em resumo, a lógica do Plano Real consistiu em aprofundar a abertura econômica iniciada no governo anterior para que, por meio da introdução de uma nova indexação da moeda, sustentada pela ancoragem cambial, os preços internos fossem pressionados pela concorrência externa; ao mesmo tempo, executava-se uma política monetária contracionista — a fim de reprimir a demanda agregada, com elevadas taxas de juros reais — e uma redução nos gastos do governo. Por outro lado, vale destacar, esse processo só foi possível devido ao

---

<sup>103</sup> O Fundo Social de Emergência tinha por foco a desvinculação de algumas receitas do governo federal com objetivo de atenuar a rigidez das despesas da União prevista na Constituição de 1988. Ademais, pretendia-se resolver a questão do financiamento dos programas sociais brasileiros por meio desse fundo (BRITO; HERRLEIN JR., 2019).

<sup>104</sup> “A URV poderia ser vista como um superindexador, cuja variação em cruzeiros reais fora definida por três índices: o IGP-M — Índice Geral de Preços de Mercado —, o IPCA — Índice de Preços ao Consumidor Amplo — e o IPC — Índice de Preços ao Consumidor. A razão da escolha desses índices é que a evolução média deles se assemelhava à evolução histórica do câmbio, isto é, pretendia-se ancorar a URV ao dólar, de modo a já preparar a ‘âncora cambial’ posterior.” (BRITO; HERRLEIN JR., 2019, p. 327).



excesso de liquidez na economia internacional, que possibilitou a entrada de um grande fluxo de capitais de curto prazo e um elevado nível de reservas internacionais<sup>105</sup>. Desse modo, por consequência, duas variáveis se comportaram de forma atípica<sup>106</sup> nesse processo, a saber, os *juros*<sup>107</sup> — ver tabela 1 abaixo — e a *dívida pública*.

Nesse contexto, no efeito das políticas que estabeleceram o Plano Real sobre a dívida pública interna radica a chave para nosso propósito principal, de identificar o papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira.

**Tabela 1** — Brasil: Taxa Over/Selic — Média Anual —, IPCA e INPC — 1995-2002

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Taxa média
Taxa de juro (% a.a.)	53,3	27,4	25,2	29,4	26,0	17,6	17,5	19,1	26,9
IPCA (% a.a.)	22,4	9,5	5,2	1,6	8,9	5,9	7,6	12,5	9,0
INPC (% a.a.)	21,9	9,1	4,3	2,4	8,4	5,2	9,4	14,7	9,4

Fonte: Adaptado de Ferreira (2005, p. 32) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2020).

A escolha do Plano Real como delimitação temporal é justificada por isso, pois, como veremos, a trajetória da dívida pública interna brasileira, após a implementação do Plano Real, teve um comportamento extraordinário, que segue até o presente — ver tabela 2 abaixo. Dentre os principais fatores que explicam esse crescimento explosivo da dívida pública interna brasileira pós-Plano Real, podemos listar os seguintes: política monetária extremamente restritiva, resultando numa taxa real de juros média elevada; reduzido resultado primário (PEDRAS, 2009); reconhecimento de dívidas passadas, não contabilizadas na época;

<sup>105</sup> Correspondiam a 18 meses de importações, quando consideradas as médias mensais de 12 meses anteriores a julho de 1994 (BRITO; HERRLEIN JR., 2019). “A adoção do câmbio flutuante, aliada a uma maior liberalização na conta de capital, estimulou o ingresso de capitais externos, tanto via investimentos diretos, como via investimentos em carteira. O volume de reservas internacionais percebeu, logo de início, uma forte expansão, com um crescimento de mais de 120% no período que vai de dezembro de 1991 a dezembro de 1992. Tal tendência de acúmulo de reservas continuaria nos anos seguintes, constituindo-se em um dos argumentos-chave para a opção de se estabelecer, após a implantação do Plano Real, o sistema de bandas cambiais.” (FERNANDES, 2009, p. 144).

<sup>106</sup> “Pois, em geral, em países com alta inflação que adotam uma âncora cambial, a taxa de juros, não obstante o patamar inicialmente mais alto que o patamar internacional, tende a convergir para, com o passar do tempo, o nível internacional.” (BRITO; HERRLEIN JR., 2019, p. 328).

<sup>107</sup> Dentre os fatores condicionantes do aumento da DLSP, o pagamento de juros, no período pós-Plano Real foi, de longe, o principal. Para maiores detalhes ver Anexos B e C.

e operações de esterilização da base monetária, em virtude da entrada de capitais externos decorrentes do processo de abertura econômica vigente na época (FERNANDES, 2009).

**Tabela 2** — DLSP e NFSP — conceito nominal — anos selecionados 1994-2015 e 2016 (% do PIB)

	1994	1997	2000	2003	2006	2009	2012	2015	2016
Dívida interna	21,5	27,8	36,5	43,2	47,6	49,7	45,1	54,8	61,5
Dívida externa	8,5	4,0	9,0	11,0	-1,2	-8,8	-12,9	-19,2	-15,4
Dívida total	30,0	31,8	45,5	54,3	46,5	40,9	32,2	35,6	46,2
Resultado primário	-5,2	0,8	-3,2	-3,2	-3,1	-1,9	-2,1	1,8	2,4
Juros nominais	29,8	4,6	6,6	8,4	6,7	5,1	4,4	8,3	6,4
NFSP	24,6	5,5	3,3	5,1	3,5	3,1	2,2	10,2	8,9

Fonte: Brito e Herrlein Jr. (2019, p. 331).

No que diz respeito à dívida pública externa, o Plano Real só consolidou o que havia se estabelecido com o Plano Brady, isto é, a existência de títulos brasileiros livremente negociados no mercado internacional. Em resumo, o Plano Brady possibilitou a introdução da lógica mobiliária para a dívida pública externa brasileira, com ativos livremente negociados em mercado secundário e com relativa liquidez. Desse modo, o Plano Real, por meio de sua âncora cambial, significou uma nova fase no endividamento externo do Brasil, ou seja, com base na captação de recursos externos por meio da emissão de títulos no mercado internacional.

No entanto, como vimos, é na dívida pública interna que repousa a inflexão fundamental no que diz respeito ao processo de financeirização e o Plano Real, dado que se observou no período a “troca” na base de financiamento público no Brasil de *externa* para *interna*. Nesse sentido, por conseguinte, após o Plano Real, a dívida pública interna foi contrapartida de uma segunda âncora — implícita — de preços, os juros<sup>108</sup>, ao lado da âncora cambial<sup>109</sup>. Portanto, o Plano Real, ao aprofundar a abertura econômica e estabelecer a âncora

<sup>108</sup> A dívida pública interna, nesse contexto, atuou como contrapartida de uma segunda âncora de preços na medida em que para manter o Real valorizado – âncora cambial – a taxa básica de juros teria que ficar num nível demasiado alto, afetando, ao mesmo tempo, a demanda agregada e a dívida pública interna. Ao lado disso, a esterilização da base monetária, por conta da entrada de recursos externos a fim de sustentar a âncora cambial, operou, também, no fomento do crescimento da dívida pública interna no período, como vimos.

<sup>109</sup> Isso ocorrerá até a crise de 1999, quando a âncora cambial é abandonada e o controle de preços no Brasil passa a ser ancorado nos juros e na dívida pública, como será visto a seguir.

cambial, fortificou a caráter financeiro da dívida pública brasileira e corroborou para o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira. Esta relação entre abertura econômica e endividamento público é sintetizada na figura 1, abaixo:

**Figura 1** – Abertura econômica, desequilíbrio externo e endividamento público



Fonte: Gomes (2007, p. 198).

No que tange ao perfil do estoque da dívida pública interna após o Plano Real, a fim de promover a desindexação da economia, o plano proibiu a utilização de índices de preços na correção monetária dos títulos públicos, tornando a NTN - Série C — indexada ao IGP-M — inoperável. Nesse contexto, restou ao governo, basicamente, a opção de emitir as NTN - Série H — indexadas à TR — e NTN - Série D — indexadas ao câmbio (FERNANDES, 2009). Ademais, devido à relativa estabilidade após a introdução do Real, passou-se a utilizar a estratégia de endividamento baseada em títulos prefixados; desse modo, a participação das LTN passou de menos de 1% em 1994 para 27% em 1996, enquanto as LFT praticamente desapareceram. Todavia, tal movimento foi curto, pois devido à crise asiática em 1997 o estoque de prefixados começou a cair, chegando a somente 2% em 1998 (PEDRAS, 2009). A razão pela qual não se verificou um avanço na preferência por títulos prefixados, mesmo após a estabilização, reside no aumento da percepção de risco quanto à sustentabilidade da dívida

pública, pois, como vimos, ela vinha numa trajetória progressiva de crescimento após o Plano Real.

Um dos motivos que explicam a não recuperação dos papéis prefixados na participação da dívida é, como esta cresceu muito, o aumento da percepção de risco de refinanciamento, de forma que o prazo médio desta teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública. Dessa forma, evitou-se colocar títulos prefixados com prazos inferiores a seis meses, privilegiando instrumentos pós-fixados (em especial as LFTs) mais longos. Tal processo foi ajudado com a mudança no regime cambial em 1999, que, ao reduzir a volatilidade das taxas de juros, fez com que o risco de mercado da dívida pública, sob a ótica do governo, fosse também reduzido. (PEDRAS, 2009, p. 66)

Nessa nova realidade da economia brasileira, vale destacar, a preferência por títulos indexados ao câmbio foi crescente, pois devido ao processo de desequilíbrio no balanço de pagamentos brasileiro no período, o mercado passava a exigir uma proteção cambial contra uma depreciação na taxa de cambio, fazendo o ônus de uma possível desvalorização recair sobre o Estado brasileiro. Portanto, os títulos indexados ao câmbio e à taxa Selic<sup>110</sup> foram os dominantes no período pós-Plano Real, pois a cada nova crise externa a resposta interna era elevar as taxas de juros, tornando tais títulos extremamente atraentes. Em virtude disto, as LTN não voltariam a ter novamente a importância que tiveram no passado. (FERNANDES, 2009).

Por conta da mudança na economia política brasileira no período e pela conjuntura externa instável da década de 1990, Fernandes (2009) identifica três comportamentos nos agentes tomadores de títulos públicos, a saber: reduzir o prazo médio dos títulos; alterar o perfil da dívida no sentido de uma indexação, seja ao câmbio ou à taxa de juros; e flexibilizar o sistema de negociação dos títulos, aumentando o número de leilões.

Portanto, como resultado da estrutura mesma do Plano Real, a gestão da dívida pública interna no Brasil, tornou-se refém dos interesses rentistas e curto prazistas. A condução da política econômica tornou-se condicionada à âncora cambial e à manutenção do equilíbrio no balanço de pagamentos; e, por consequência, o comportamento explosivo da dívida pública interna se expressou como um reflexo<sup>111</sup> da âncora cambial. Tal lógica manteve-se até a crise de 1999, quando a âncora cambial foi substituída pela âncora dos juros. Nessa mudança, o fim da âncora cambial e a adoção do regime de metas de inflação com o compromisso de geração permanente de superávits primários significará, nos anos 2000, a

<sup>110</sup> Só a partir de 1999 o governo voltaria a emitir títulos indexados a índices de preços — IGP-M. (PEDRAS, 2009).

<sup>111</sup> Ver nota 108.

consolidação da dívida pública interna como base de um rentismo institucionalizado, expressando o grau mais avançado da financeirização no Brasil, como veremos a seguir.

### 3.2.2 A Dívida Pública Interna como base da financeirização no Brasil

A natureza financeira da dívida pública brasileira manifesta-se pela lógica rentista que sua evolução assumiu após o Plano Real. Embora a relação entre a dívida pública e o processo de financeirização no Brasil tenha seu marco original, como vimos anteriormente, em meados dos anos de 1960, o seu caráter mais concreto e geral manifestou-se a partir dos anos de 1990. O processo de abertura econômica e a estratégia do Plano Real foram eventos determinantes na consolidação da acumulação financeira via dívida pública no Brasil. A estabilização monetária do Plano Real teve como contrapartida o endividamento público, pois, como vimos acima, a manutenção do Real sobrevalorizado, num contexto de abertura econômica, subordinou a política monetária ao equilíbrio do balanço de pagamentos do país, levando a taxa básica de juros brasileira a níveis demasiadamente elevados. Portanto, podemos constatar que, em última instância, a dívida pública interna em expansão respaldou a âncora cambial até seu abandono em 1999.

Ademais, o caráter fundamental da dívida pública interna no processo de acumulação financeira aprofundou-se mesmo após o abandono da âncora cambial em 1999, pois a condução da política econômica, após 1999, estruturar-se-á no que ficou conhecido como *tripé macroeconômico*: câmbio flutuante; regime de metas de inflação<sup>112</sup>; e compromisso na permanente geração de superávits primários. Desse modo, a política fiscal e a política monetária ficam subordinadas exclusivamente à busca pela estabilidade de preços, como previa o NCM (FERNANDES, 2009). Portanto, nesse novo regime, a dívida pública interna atua — como atuou no regime da âncora cambial — como um lastro indireto da estabilidade de preços, só que agora ela tem uma determinação direta de lastro da política monetária, na medida em que a sua expansão acomoda os elevados custos em juros que ela provoca. O que

---

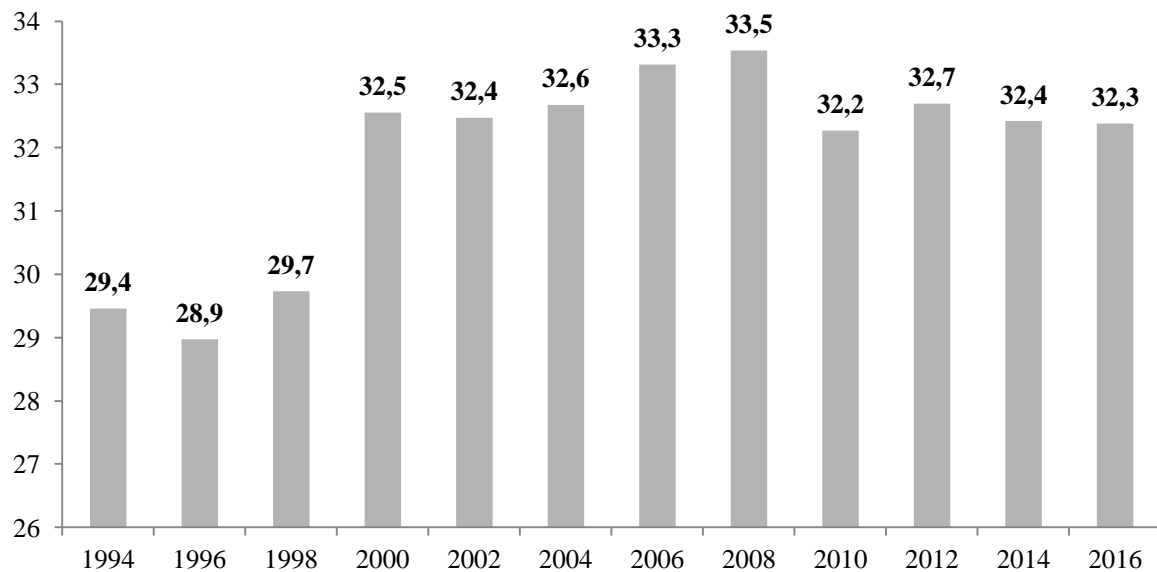
<sup>112</sup> No regime de metas de inflação, os bancos centrais atuam para que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida. Nesse regime, a meta para a inflação é anunciada publicamente e funciona como uma âncora para as expectativas dos agentes sobre a inflação futura, permitindo que desvios da inflação em relação à meta sejam corrigidos ao longo do tempo. No Brasil, a meta para a inflação é definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e cabe ao Banco Central (BC) adotar as medidas necessárias para alcançá-la. O índice de preços utilizado é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A meta se refere à inflação acumulada no ano. Por exemplo, a meta para 2020 é de uma inflação de 4,00% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

ocorre, por conseguinte, é que o compromisso com a geração permanente de superávits primários, com a política monetária subordinada ao regime de metas de inflação, coloca a dívida pública interna como o principal instrumento para acumulação financeira no Brasil. Em resumo:

O orçamento público, portanto, tornou-se uma peça fundamental de ajustamento da economia brasileira aos desequilíbrios causados pelos fluxos de liquidez internacional. As finanças públicas e sua relação com os mercados financeiros se concretizaram. As políticas fiscal, monetária e cambial, são, então, conduzidas com o objetivo de manter a estabilidade e a tranquilidade para os negócios financeiros. (GOMES, 2007, p. 199)

Nesse sentido, cabe considerar algumas consequências econômicas e sociais causadas por essa acumulação financeira via dívida pública interna após a execução do Plano Real. Assim, podemos iniciar tal discussão pelo comportamento da carga tributária brasileira nesse contexto, pois, com o aumento expressivo da dívida pública interna pós-Plano Real, o Estado brasileiro “obrigou-se” a adequar seu sistema tributário, a fim de sustentar essa acumulação financeira via dívida pública, sustentando o firme compromisso com a manutenção dos superávits primários para cobrir os encargos com a referida dívida.

Desse modo, portanto, verificou-se um crescimento da carga tributária ao longo dos anos após o Plano Real, de tal modo que a carga tributária bruta saiu de um nível de aproximadamente 29% do PIB em 1994, para aproximadamente 32,5% do PIB nos anos 2000, ficando nesse patamar dali em diante — ver gráfico 1 abaixo. Esse diferencial no crescimento da carga tributária — algo em torno de 3% do PIB — foi resultado do esforço do Estado brasileiro em arrecadar mais do que seus gastos primários, a fim de gerar permanentes superávits primários para o pagamento dos juros da dívida pública interna brasileira. É nesse processo que se cristaliza uma transferência de riqueza por meio do sistema tributário e da dívida pública mesma, uma privatização dos ganhos com uma socialização das perdas.

**Gráfico 1** — Evolução da carga tributária bruta brasileira — anos selecionados — 1994-2016 (% do PIB)

Fonte: elaboração própria com base em Brasil (2017).

Portanto, por meio do sistema tributário, o Estado brasileiro apropria-se de uma parcela da riqueza social na forma de tributos; posteriormente, a título de pagamento de encargos da dívida pública, redistribui uma parte desses tributos para os credores da dívida pública. Nesse contexto, a dominação de classe e os ganhos do capital não se identificam com a propriedade direta dos meios de produção, nem da força de trabalho; os proprietários de capital em forma de dinheiro apropriam-se de parte da mais-valia socialmente produzida, por meio de juros, sobretudo aqueles pagos pelo Estado. “Trata-se de uma exploração indireta mediada pelo Estado. Dessa forma, o mercado financeiro é um meio de transferência de riqueza entre classes” (RIBEIRO, 2016, p. 61-62).

Nesse sentido, a simples existência dos juros implica um tipo de exploração sobre certas classes. Os juros da dívida pública, considerados do ponto de vista do Estado, expressam a transferência de mais-valia entre as classes. A dívida pública torna-se uma questão de economia política, na medida em que ela, nesse contexto, opera como o mecanismo fundamental de manutenção da concentração de renda no país.<sup>113</sup> Desse modo, a

<sup>113</sup> O aumento da participação das faixas mais pobres na renda, a partir do Plano Real, no Brasil ocorreu em virtude do aumento do salário real ocasionado pela estabilização monetária num primeiro momento, e, posteriormente no Governo Lula, pela política de valorização real do salário mínimo e de transferências diretas de renda. Todavia, essa melhora verificada na concentração de renda não deve ser superestimada, visto que a participação da população 1% mais rica do país se manteve constante para todo o período analisado aqui, como aponta o estudo de Caparoz (2015). Além disso, vale destacar o estudo de Medeiros,

dívida pública é remunerada mediante a apropriação de recursos, sobretudo da classe trabalhadora, e redistribuindo-os em favor das frações superiores — rentistas — da classe dominante (RIBEIRO, 2016). Ademais, como a carga tributária no Brasil é regressiva<sup>114</sup>, os pobres acabam pagando proporcionalmente mais que os ricos em relação a sua renda, visto que a maior parte da carga tributária brasileira incide sobre bens e serviços, como podemos ver na tabela 3 abaixo.

**Tabela 3** — Carga Tributária por Base de Incidência – 2016

Tipo de Base	Arrecadação (R\$ bilhões)	% PIB	% da Arrecadação
<b>Total:</b>	<b>2.027</b>	<b>32,1%</b>	<b>100,0%</b>
Renda	404,8	6,4%	19,9%
Folha de Salários	533,2	8,5%	26,3%
Propriedade	94,6	1,5%	4,6%
Bens e Serviços	960,5	15,3%	47,3%
Transações Financeiras	33,5	0,5%	1,6%
Outros	0,1	0,0%	0,0%

Fonte: Adaptado de Brasil (2017).

No entanto, mesmo com a adoção da política de geração permanente de superávits primários, a acumulação financeira via dívida pública anulou, em sua maior parte<sup>115</sup>, o esforço fiscal do Estado brasileiro, visto no período após o Plano Real, até a crise recente, como podemos ver no gráfico 2 abaixo.

---

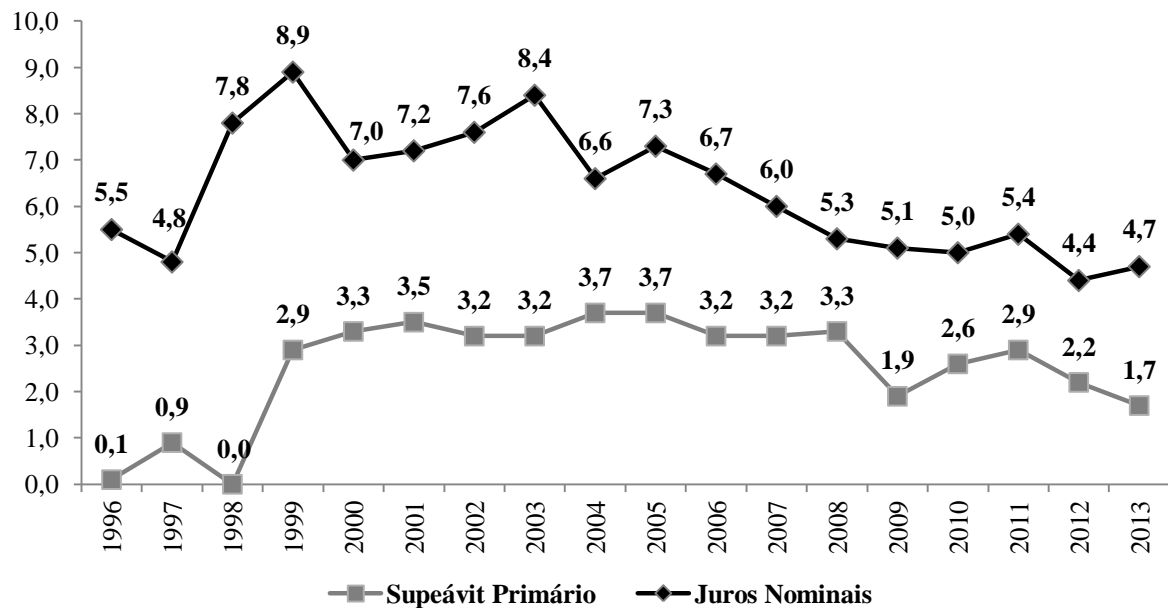
Souza e Castro (2015) que, diferente do que é comum encontrar em estudos dessa natureza para o mesmo período, constatou que a desigualdade de renda no Brasil se manteve alta e estável no período entre 2006 e 2012, chegando a concentrar quase metade da renda nos 5% mais ricos e um quarto no 1% mais rico da população; ao mesmo tempo em que essa parcela da população — 1% — se apropriou de 28% do crescimento do período, enquanto a metade mais pobre da população se apropriou de apenas 12% de todo o resultado do crescimento de 2006 a 2012.

<sup>114</sup> A regressividade da carga tributária brasileira pode ser constatada, essencialmente, por dois meios complementares: a) pela dinâmica das alíquotas médias nas faixas mais altas de rendas; e (b) pela magnitude de rendimentos isentos e não tributáveis. No que diz respeito a (a), o que ocorre é que a alíquota média efetiva do IRPF — ano-base 2017 — começa a decrescer a partir de uma faixa intermediária de renda, chegando a ser menos da metade da alíquota de faixas intermediárias na última faixa de renda; no caso de (b), em complemento com (a), ocorre precisamente um aumento crescente, a partir de uma faixa intermediária, nos rendimentos isentos e não tributáveis, chegando a atingir 67,6% na faixa de renda mais alta, que em sua maior parte é explicada pela isenção tributária sobre lucros e dividendos, visto que eles correspondem a maior parcela dos rendimentos isentos das maiores faixas de renda — 43,8% na faixa de renda mais alta. Por fim, vale destacar, que na composição dos rendimentos de capital tributados, as aplicações financeiras correspondem a maior parcela média para todas as faixas de renda, chegando a aproximadamente 30,5% em média, com base no IRPF 2018. Para maiores detalhes sobre esse tema ver, sobretudo, os trabalhos de: Nascimento Júnior (2019) e Gobetti e Orair (2016).

<sup>115</sup> A esse respeito, vale destacar que a queda dos juros nominais em relação ao PIB constatada a partir de 2005 no gráfico 2 é resultado do crescimento do PIB brasileiro verificado no período e não da queda mesma do montante de juros nominais devidos anualmente, como podemos ver na tabela 4 abaixo. Logo, essa melhora verificada na trajetória dos juros nominais a partir de 2005 é aparente, pois é devida a propriedade matemática da fração em si — juros/PIB — do que de uma queda concreta do montante de juros nominais devidos pelo Estado.



**Gráfico 2** — Evolução do superávit primário e dos juros nominais pagos pelo setor público — 1996-2013 (% do PIB)



Fonte: elaboração própria com base em Gomes (2007, p. 200) e Banco Central do Brasil (2020c).

Disso, segue-se que a diferença entre o resultado primário e os juros pagos pelo setor público resulta em nova dívida.<sup>116</sup> Desse processo, por conseguinte, inferimos o caráter financeiro que a dívida pública interna assumiu no Brasil após a implementação do Plano Real, corroborando a tese que afirma que, a partir o Plano Real, a lógica de valorização financeira dar-se-ia com base nos juros, e não mais em ganhos inflacionários, como no período anterior.<sup>117</sup> Esse mecanismo de geração de dívida pode ser ilustrado pela máxima *quanto mais se paga mais se deve*.

Constata-se, portanto, que mesmo após o fim da âncora cambial a acumulação financeira via dívida pública não arrefeceu, pelo contrário, aprofundou-se. No período 2002-2013, que compreende o compromisso oficial do Estado brasileiro na geração de superávit primário, no qual o setor público obteve em todos os anos um resultado primário positivo, acumulou-se o montante de aproximadamente 1,015 trilhões de reais; ao mesmo tempo, por

<sup>116</sup> Aqui, vale destacar, como visto acima, que o sentido da geração permanente de superávits primários no ideário do NCM é a manutenção da estabilidade de preços e da sustentabilidade da dívida pública perante os credores, e não a sua liquidação integral.

<sup>117</sup> “Com a liberalização comercial e financeira e a implementação do Plano Real, nos anos 90, os ganhos inflacionários que alimentavam o circuito da acumulação patrimonial sob alta inflação são substituídos pela renda financeira derivada das altas taxas de juros reais conectadas ao novo padrão de endividamento sob finanças liberalizadas. A continuidade desse novo padrão pressupõe a manutenção de um regime monetário-financeiro à elevada restrição, que aprisiona a política econômica aos interesses diretos dos rentistas e proprietários de capital;” (BRUNO, 2005, p. 669).

outro lado, para mesmo período, o montante de juros nominais devidos pelo setor público chegou a cifra de 2,263 trilhões de reais; portanto, uma diferença de 1,248 trilhões de reais que resultou no crescimento da dívida pública simplesmente em razão da dinâmica dos juros, como podemos ver na tabela 4 a seguir.

**Tabela 4** — Evolução da dívida líquida — fatores condicionantes — Setor público consolidado — 2002 – 2013 (R\$ bilhões)

<b>ANO</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Dívida líquida</b>	<b>892</b>	<b>932</b>	<b>982</b>	<b>1.040</b>	<b>1.120</b>	<b>1.211</b>	<b>1.168</b>	<b>1.361</b>	<b>1.475</b>	<b>1.508</b>	<b>1.550</b>	<b>1.626</b>
<b>Dívida líquida – var. no ano</b>	<b>214,8</b>	<b>39,8</b>	<b>50,3</b>	<b>57,5</b>	<b>80,0</b>	<b>91,7</b>	<b>-43,5</b>	<b>194,4</b>	<b>113,1</b>	<b>32,7</b>	<b>41,5</b>	<b>76,2</b>
<b>Fatores condicionantes</b>	<b>214,8</b>	<b>39,8</b>	<b>50,3</b>	<b>57,5</b>	<b>80,0</b>	<b>91,7</b>	<b>-43,5</b>	<b>194,4</b>	<b>113,1</b>	<b>32,7</b>	<b>41,5</b>	<b>76,2</b>
NFSP	65,7	89,0	56,3	76,8	86,0	74,5	61,9	106,2	93,7	108,0	108,9	157,5
Primário (-)	47,5	55,6	72,2	81,3	75,9	88,1	103,6	64,8	101,7	128,7	105,0	91,3
Juros nominais	113,3	144,6	128,5	158,1	161,9	162,5	165,5	171,0	195,4	236,7	213,9	248,9
Ajuste cambial	146,0	-65,1	-17,7	-20,2	-6,7	21,4	-78,4	80,9	17,7	-66,6	-56,6	-95,9
Dívida interna index. Câmbio	76,7	-22,7	-3,3	-4,6	-2,2	-2,4	3,2	-3,4	1,5	-3,4	-3,2	-4,7
Dívida externa – metod	69,3	-42,4	-14,4	-15,6	-4,4	23,8	-81,6	84,3	16,2	-63,2	-53,4	-91,3
Dívida externa – ajustes*	0,1	15,3	6,0	-1,4	3,1	-2,3	-26,4	10,9	1,5	-9,1	-5,0	17,6
Reconhecimento de dívidas	6,7	0,6	6,5	3,3	-0,4	-0,6	0,1	-0,3	3,0	0,5	-5,8	-2,4
Privatizações	-3,6	0,0	-0,8	-1,0	-2,0	-1,3	-0,8	-3,2	-2,7	0,0	0,0	-0,5
<b>PIB</b>	<b>1.488</b>	<b>1.718</b>	<b>1.957</b>	<b>2.170</b>	<b>2.409</b>	<b>2.720</b>	<b>3.109</b>	<b>3.333</b>	<b>3.885</b>	<b>4.376</b>	<b>4.814</b>	<b>5.331</b>

Fonte: elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2020c).

Notas: \*Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

Por conseguinte, segue-se que em 12 anos o Estado brasileiro viu sua dívida pública crescer num montante que representou 83% do PIB do Brasil — 2002 — simplesmente pelo seu caráter financeiro, ao mesmo tempo em que o setor público do país obtinha uma média de aproximadamente 3% do PIB com superávit primário. Disso resulta uma consequência impactante no que diz respeito à desigualdade social, pois, segundo Ribeiro (2016), cerca de 80% dos títulos da dívida pública brasileira pertencem a aproximadamente 20 mil famílias brasileiras, ou seja: ao lado de uma carga tributária extremamente regressiva, a dívida pública

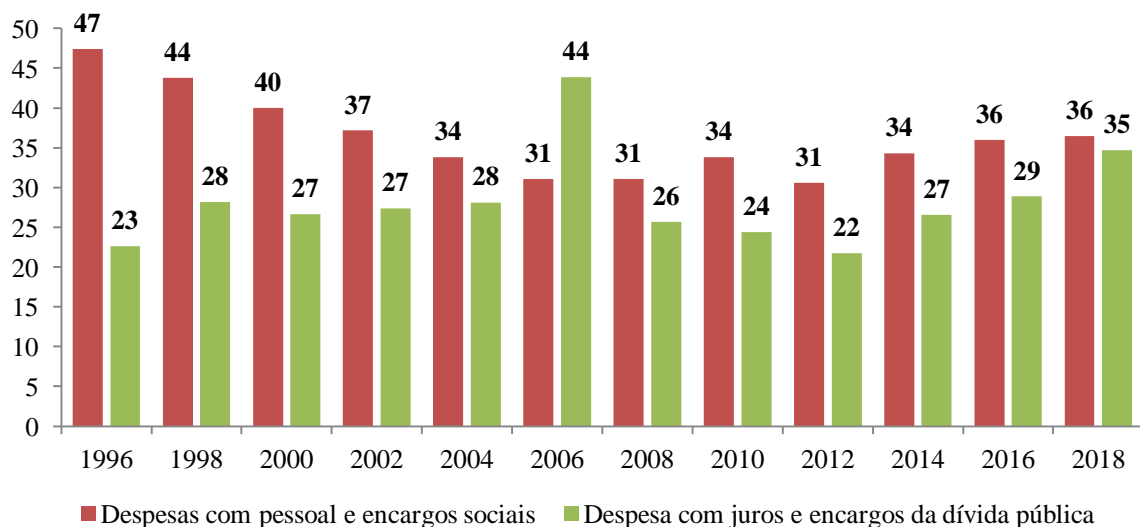
serve como um segundo mecanismo concentrador de renda, de modo que aproximadamente 20 mil famílias brasileiras apropriaram-se de cerca de 812 bilhões de reais, a título de juros pagos pelo setor público no período de 2002-2013.

O que ocorre, pois, é que a partir do Plano Real a dívida pública interna passou a ter um papel condicionante no processo de financeirização da economia brasileira, a saber: ao mesmo tempo em que atua como mediadora num mecanismo de redistribuição de renda em favor das classes proprietárias e rentistas, ela serve de base no processo de acumulação financeira no Brasil. Em outras palavras:

Entretanto, em muitos países, em particular o Brasil, a parcela da mais-valia destinada ao pagamento dos juros da dívida pública é insuficiente para atender todo o montante de juros, como vimos na diferença entre o superávit primário e os juros totais. Assim, uma parte dela é capitalizada expandindo a dívida e a parcela do capital fictício fundado na dívida pública. Dessa forma, toda a riqueza ou mais-valia excedente que não tem uma aplicação produtiva imediata é transformada em capital monetário, que se acumula como dívida, e o Estado se encarrega de apropriar e repartir a mais-valia entre as diferentes frações do capital. (NAKATANI, 2006, p. 12).

Como corolário, o Estado brasileiro encontra-se aprisionado pelo mecanismo de acumulação financeira via dívida pública, de modo que os gastos sociais e com pessoal, do setor público brasileiro, entraram numa trajetória de queda tendencial, em favor dos gastos com encargos da dívida pública, como podemos ver no gráfico 3 abaixo.

**Gráfico 3** — Evolução das despesas do Tesouro Nacional com pessoal e encargos sociais e com encargos da dívida pública mobiliária federal — anos selecionados — 1996-2018 (% da Receita Corrente Líquida\*)



Fonte: elaboração própria com base em Brasil (2020a).

Notas: \*Receita Corrente menos as transferências constitucionais

Disso resulta a crescente insuficiência do Estado na prestação dos serviços mais básicos à sociedade brasileira. Em suma:

O que realmente explica esse movimento é a redução acentuada dos gastos com pessoal, comprovando o desmonte da administração pública, através da política de reforma do Estado, das privatizações e da falta de investimentos estatais. As principais consequências imediatas deste processo podem ser resumidas em: escassez e perda de eficiência dos serviços públicos; deterioração das condições de funcionamento da máquina estatal (contribuindo para o aumento dos atos de corrupção); sonegação fiscal com evasão de divisas; e entropia do setor público. (GOMES, 2007, p. 207).

Portanto, constatamos que, no âmbito do setor público, a dívida pública brasileira, a partir do Plano Real, tem os papéis de:

- a) ser a mediadora — por meio do sistema tributário — de um mecanismo de redistribuição da renda social em favor das camadas superiores — rentistas — da classe dominante;
- b) de servir de garantidor de última instância dos ativos financeiros no Brasil; e
- c) de aprisionar o orçamento público aos interesses da acumulação financeira, deteriorando o fornecimento público dos serviços básicos à sociedade, como vimos.

Já no âmbito do setor privado, esse processo significou um aprofundamento da centralização e concentração do capital bancário no Brasil, sendo a dívida pública interna a base da acumulação financeira nesse setor. Além disso, como reflexo da abertura econômica e da estratégia do Plano Real, verificou-se o fortalecimento do sistema financeiro no Brasil. Isto ocorreu, em grande medida, em virtude do contexto de hegemonia do pensamento neoliberal<sup>118</sup> na época, no qual o Plano Real foi elaborado, como vimos. Assim, dentre as medidas fundamentais para o fortalecimento do sistema financeiro no Brasil no período<sup>119</sup>, podemos citar as seguintes:

Socorro ao sistema financeiro e subsídios para fusão e incorporação de instituições financeiras; manutenção de altas taxas de juros, títulos públicos com liquidez e rentabilidade; fundos de investimentos com alta rentabilidade; liberação de tarifas

<sup>118</sup> Vale ressaltar, como definimos na nota 98, que o termo “neoliberalismo” é entendido aqui como o aspecto político-ideológico do fenômeno da financeirização. Logo, o processo de fortalecimento do sistema financeiro referido está ligado indiretamente ao processo de financeirização da economia brasileira.

<sup>119</sup> Uma das principais medidas nessa direção foi o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional — PROER —, criado pela resolução nº 2.208 – CMN e pela Medida Provisória nº 1.179 em 3 de novembro de 1995. O PROER fomentou, por meio de vários mecanismos e recursos públicos, a compra de instituições financeiras insolventes por outras, em certa medida, mais solventes (BRITO, 2017).

bancárias; diminuição da carga tributária sobre os bancos; privatização dos bancos estaduais<sup>120</sup>; desregulamentação do sistema financeiro; banqueiros nos ministérios e nos partidos de sustentação do governo; farta contribuição dos grupos financeiros para as campanhas políticas nas eleições municipais, estaduais e federais, influenciando maciça contribuição financeira à campanha do presidente eleito em 1994; bloqueio às iniciativas de criar uma Comissão Parlamentar de Inquérito sobre o sistema financeiro nacional [...] (MINELLA, 1997, p. 165).

Após o Plano Real, verificou-se no Brasil um crescimento da centralização<sup>121</sup> do capital bancário. Os cinco maiores bancos no Brasil, que centralizavam, em 1994, 50% dos ativos totais do capital bancário brasileiro, dez anos depois, em 2004, já centralizavam 62,2%; de modo que em 2016 a mesma marca atingia incríveis 80,5% dos ativos totais do setor — tabela 5 abaixo.

**Tabela 5** — Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos e CEF nos ativos totais do segmento bancário, anos selecionados —1994-2016

	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
5 maiores	50,0	48,7	50,5	50,2	50,6	62,2	61,8	72,0	76,4	77,7	78,4	80,5
10 maiores	62,9	60,1	62,6	64,1	64,1	78,8	80,7	83,5	86,0	86,4	86,8	86,8
20 maiores	75,7	72,0	75,4	78,2	79,7	88,8	89,4	89,88	91,1	91,7	91,5	90,9

Fonte: Brito (2017, p. 100).

Ademais, a referida centralização não se limitou ao ativo total. No que diz respeito aos depósitos totais, ao patrimônio líquido e ao lucro líquido, a centralização atingiu, em 2016, níveis elevados — tabela 6, abaixo —, indo ao encontro ao que observamos na tabela 5. Ainda na tabela 6, vale destacar, o peso que os bancos privados nacionais têm no sistema bancário nacional, de modo que, só em 2016, os dois maiores bancos privados nacionais — Itaú e Bradesco — no Brasil, centralizaram 57% do lucro líquido da totalidade do capital bancário no país, evidenciando o poder econômico e político<sup>122</sup> que tais instituições conquistaram no período recente — sobretudo após a década de 1990.

<sup>120</sup> Sobretudo através do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária — PROES —, em 1996.

<sup>121</sup> Por centralização, entendemos um menor número de participantes na formação de um dado capital agregado. Em outras palavras: um número menor de bancos controlando um percentual maior das operações bancárias do capital bancário nacional.

<sup>122</sup> Como economia e política sempre estão interrelacionadas no sistema capitalista, o referido aumento do poder econômico, após o Plano Real, do capital bancário no país refletiu num movimento semelhante de seu poder político. Esse processo foi evidenciado pela análise de Minella (2007), que constata que a recente evolução

**Tabela 6** — Os 5 maiores bancos — indicadores selecionados — 2016

5 Maiores Bancos	Ativo Total (R\$ milhões)	Depósito Total (R\$ milhões)	PL (R\$ milhões)	LL (R\$ milhões)	ROE	ROA	Qtd. De Agências
BB	1.436.765	447.949	77.040	6.650	8,6%	0,5%	5.460
ITAÚ	1.331.841	369.390	129.935	19.486	15,0%	1,5%	3.494
CEF	1.256.172	513.098	27.180	3.421	12,6%	0,3%	3.412
BRDESCO	1.081.375	235.821	101.221	13.663	13,5%	1,3%	5.335
SANTANDER	705.061	146.963	60.009	6.205	10,3%	0,9%	2.763
<b>Total 5 maiores</b>	<b>5.811.214</b>	<b>1.713.221</b>	<b>395.985</b>	<b>49.425</b>			<b>20.464</b>
Sistema Bancário Nacional	7.009.784	1.995.174	521.904	62.301	11,9%	0,9%	22.899
<b>Representatividade</b>	<b>83%</b>	<b>86%</b>	<b>76%</b>	<b>79%</b>			<b>89%</b>

Fonte: FEBRABAN (2017<sup>123</sup> *apud* BRITO, 2017, p. 101)

Ou seja, com a abertura econômica e a âncora cambial por um lado, e a política de juros altos por outro, os bancos ganharam por duas vias: “[...] pela valorização inicial do Real em 1994 — tomando empréstimos em dólares e aplicando em Reais — e pela especulação com os títulos públicos [...]” (BRITO, 2017, p. 101) — tabela 7.

---

do poder das instituições financeiras — sobretudo dos bancos — no Brasil pode ser demonstrada pelos seguintes aspectos: a) pelo controle substantivo do fluxo de capitais na economia, gerando o interesse político na definição das políticas macroeconômicas que beneficiem esse setor; b) pela atuação ativa dos bancos nas principais associações de classe do setor financeiro; c) pela relação constante de promiscuidade do Banco Central com os principais bancos privados do país, sobretudo no âmbito dos cargos de presidência e direção dessa instituição de Estado, que recorrentemente são ocupados por membros provenientes de instituições financeiras privadas; d) pela crescente participação dos bancos privados no financiamento das campanhas eleitorais no país; e) pela alta diversificação nos interesses acionários de empresas não-financeiras pelos principais bancos brasileiros; e f) pela vinculação dos principais bancos brasileiros a órgãos político-ideológicos que articulam políticas públicas e ações políticas de orientação neoliberal, como é o caso dos institutos liberais.

<sup>123</sup> FEBRABAN. **Painel econômico e financeiro 2016**. São Paulo, 2017. Disponível em: <https://portal.febraban.org.br/pagina/3120/21/pt-br/painel-2016>. Acesso em: 10 jan. 2021.

**Tabela 7** — Contas selecionadas da demonstração de resultado de nove grandes bancos\* privados — Médias Mensais (R\$ milhões)\*\*

Contas	1993	Total	1994		
			1º sem.	3º trim.	4º trim.
Receita de Intermediação Financeira	1.383,6	1.583,6	1.946,0	540,0	1.902,2
Operação de crédito	441,9	707,6	653,1	344,9	1.179,2
Títulos e Valores Mobiliários	424,8	491,7	685,8	92,4	502,6
Ganhos com Inflação***	408,5	298,5	483,9	100,3	125,7
Receita de Prestação de Serviços	125,9	180,0	148,3	176,4	246,9

Fonte: Brito (2017, p. 102).

Notas: \* Bradesco, Itaú, Unibanco, Bamerindus, Mercantil, Econômico, Nacional, BCN e Real.

\*\* Conversão para reais apresentadas nos balanços.

\*\*\* Ganhos com passivos sem encargo.

É nesse contexto, portanto, que podemos compreender o papel da dívida pública brasileira no processo de financeirização da economia brasileira. A referida especulação com títulos da dívida pública, a partir do Plano Real, por parte do setor bancário brasileiro, segue até o período recente. Como podemos ver na tabela 8 abaixo, as receitas com *Títulos e Valores Mobiliários* — TVM — colocam-se como a segunda maior fonte de receitas para os principais bancos no Brasil, perdendo somente para as receitas com operações de crédito<sup>124</sup>.

Além disso, a dinâmica das receitas com TVM segue, em última instância, o movimento da taxa básica de juros da economia, pois esta é precisamente o referencial de rentabilidade dos títulos públicos no Brasil.

<sup>124</sup> O que é mais que é esperado, dado que estamos falando de bancos comerciais.

**Tabela 8** — Resultado bruto da intermediação financeira do conglomerado bancário I<sup>125</sup> — 2007-2015 (R\$ bilhões de 2013) \*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receitas de intermediação financeira	394,8	510,8	505,8	522,8	603,6	566,2	547,0	622,5	701,6
Operações de crédito**	243,9	283,7	251,6	285,0	338,1	335,2	329,5	362,3	395,3
Arrendamento mercantil	-	35,8	83,9	70,2	48,6	40,0	31,7	20,8	11,5
TVM	124,3	152,0	144,1	134,4	166,4	160,5	146,6	190,9	234,3
Derivativos	4,5	(7,7)	11,5	(2,0)	(3,1)	(7,8)	3,3	5,1	1,8
Operações de câmbio	7,5	31,9	7,7	13,3	12,5	10,4	12,4	14,3	28,6
Aplicações compulsórias	14,6	15,0	6,9	21,8	41,2	27,0	21,7	27,4	27,8
Operações de venda ou de transferência de ativos financeiros	-	0,0	0,1	0,1	0,0	0,8	1,7	1,7	2,3

Fonte: adaptado de Oliveira (2017, p. 12).

Notas: \* Deflator: IPCA

\*\* Até o 1º semestre de 2008, inclui operações de arrendamento mercantil.

Desse modo:

[...] as receitas de TVM foram muito importantes para o crescimento das receitas de intermediação financeira tanto em 2014 como em 2015. Essa expansão das receitas de TVM do CB I decorreu tanto da maior exposição patrimonial dos bancos em relação a essas operações, como da trajetória de expansão da taxa Selic, que, depois de ter atingido seu nível nominal mais baixo entre outubro de 2012 e abril de 2013 (7,25% a.a.), encerrou 2014 em 11,75% ao ano (a.a.) e 2015 em 14,25% a.a. (OLIVEIRA, 2017, p. 16).

Na tabela 9 abaixo, podemos ver mais claramente a evolução da magnitude dos TVM no setor bancário brasileiro. Embora possamos ver que a taxa de crescimento do ativo total dos 50 maiores bancos no Brasil é maior que a dos TVM para o período todo, é significativo o crescimento da participação dos TVM no ativo total após o Plano Real, saindo de 16,4% em 1995, para mais que o dobro em 2001.

<sup>125</sup> De acordo com o Banco Central do Brasil, o Conglomerado Bancário I refere-se aos conglomerados financeiros que detêm pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial.



**Tabela 9** — Participação dos Títulos e Valores Mobiliários no Ativo Total dos 50 Maiores Bancos Brasileiros: anos selecionados — 1995-2017 (R\$ milhões)

Anos	Ativo Total	Títulos e Valores Mobiliários (TVM)	Relação TVM / Ativo Total
1995	444.116.445	73.203.379	16,48%
1997	654.023.225	164.013.217	25,08%
1999	698.792.133	198.616.265	28,42%
2001	892.228.629	302.758.257	33,93%
2003	1.104.091.041	341.713.011	30,95%
2005	1.406.840.397	411.788.570	29,27%
2007	2.240.814.124	515.269.043	22,99%
2009	3.034.775.647	553.454.118	18,24%
2011	4.257.410.116	771.788.250	18,13%
2013	5.487.595.179	1.003.841.331	18,29%
2015	6.959.078.026	1.265.121.887	18,18%
2017	6.979.138.453	1.391.856.855	19,94%

Fonte: adaptado de Fernandes (2009, p. 177) e Banco Central do Brasil (2020a).

Mas talvez o ponto que mereça mais atenção aqui seja a grandeza absoluta a que chegaram os TVM nos ativos dos referidos bancos, de modo que em 2017 o valor aplicado em títulos e valores mobiliários pelos 50 maiores bancos no Brasil chegou à marca de 1,39 trilhão de reais, o que representa aproximadamente 40,2% da DLSP para o mesmo ano<sup>126</sup>. Para o ano de 2013 — último ano pré-crise e último superávit primário obtido — o resultado é ainda mais significativo, chegando à marca de aproximadamente 61% da DLSP<sup>127</sup>.

Como visto anteriormente, após a implementação do Plano Real a dívida pública interna no Brasil cresceu rapidamente. Nisso, a magnitude absoluta desse crescimento merece destaque, pois, como mostra a tabela 10 abaixo, o saldo dos títulos públicos federais em mercado e com remuneração diária na carteira do Banco Central multiplicou-se por 12 num período de apenas nove anos, de 1994 a 2003. Tal tendência de crescimento não cessou com o passar dos anos, mesmo após mudanças na conjuntura econômico-política dos períodos, de tal modo que em 2019 chegou-se ao patamar de um saldo de mais de 5 trilhões de reais, representando 69% do PIB corrente de 2019<sup>128</sup>. Ainda na tabela 10, podemos ver um aumento na participação dos títulos públicos indexados à Selic e ao câmbio precisamente no período

<sup>126</sup> A DLSP terminou o ano de 2017 com um saldo de R\$ 3,38 trilhões (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020c).

<sup>127</sup> A DLSP terminou o ano de 2013 com um saldo de R\$ 1,62 trilhão (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020c).

<sup>128</sup> O PIB corrente de 2019 somou 7,258 trilhões de reais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020c).

pós-Plano Real. Tal movimento pode ser atribuído à estratégia básica do Plano Real, isto é, a âncora cambial e à política de juros altos. O que ocorre é que com a incerteza do sucesso do Plano Real no combate à inflação e pela própria estratégia do plano, os títulos mais demandados pelos credores foram os com maior rentabilidade e segurança do período, ou seja, aqueles indexados aos juros e ao câmbio.

**Tabela 10** — Títulos Públicos Federais e Operações de Mercado Aberto: participação percentual por indexador — anos selecionados — 1994-2018 e 2019

Índice de correção	1994	1997	2000	2003	2006	2009	2012	2015	2018	2019
Saldo – R\$ milhões	62,2	252,9	506,7	787,5	1.153,5	1.826,2	2.414,1	3.544,7	4.837,0	5.015,2
Câmbio*	9,4	15,5	22,5	20,5	-1,0	0,5	0,6	12,5	5,7	3,2
TR	22,8	9,1	4,7	1,7	2,1	0,9	0,5	0,3	0,1	0,1
Over/Selic**	15,9	35,1	52,7	46,6	38,1	27,4	17,4	5,6	23,0	30,1
Pré-fixado	53,2	41,3	14,9	11,6	34,2	25,8	32,7	30,7	26,2	26,0
Índice de Preços	12,4	0,3	6,0	12,6	21,4	21,9	28,2	25,6	22,0	22,1
Outros	5,5	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OMA***	-22,1	-2,0	-0,8	7,1	5,2	23,1	20,6	25,2	22,9	18,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2020c).

Notas: \* com swap

\*\* com swap

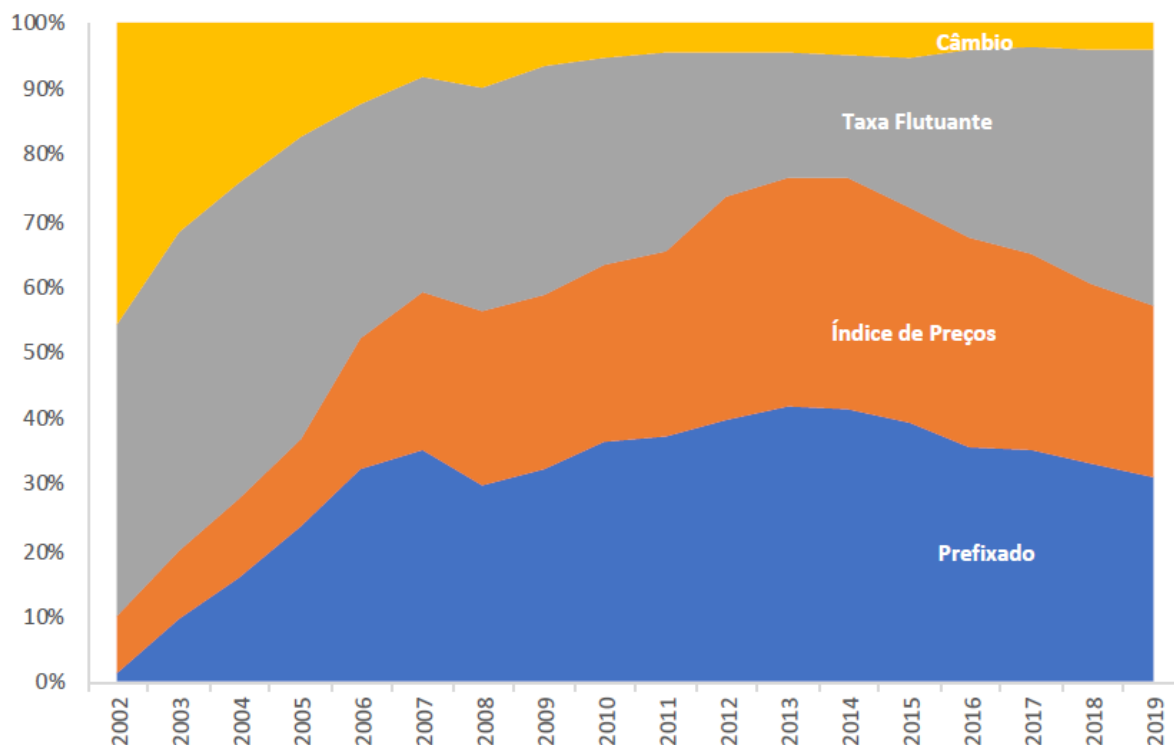
\*\*\* Operações de Mercado Aberto

Nesse contexto, podemos entender a razão pela qual a participação da indexação ao câmbio no período pós-1994 teve um movimento de crescimento até o fim da âncora cambial, quando tal indexação já não era mais atrativa aos credores.

Dessa realidade, o perfil da dívida pública, à medida que o processo inflacionário se estabilizava, concentrou-se, cada vez mais, na dívida interna. Com a recuperação da estabilização e a manutenção da política econômica pelo governo Lula, a participação dos papéis prefixados começava a se recuperar gradualmente — tabela 10 acima. Por outro lado, mesmo num ambiente de relativa estabilidade e confiança com a recuperação dos títulos prefixados, a DPF<sup>129</sup> ainda mantém a maior parte de seu estoque atrelado a títulos indexados — gráfico 4 abaixo —, de tal modo que, em 2019, a DPF apresentava uma participação de 69%<sup>130</sup> de seu estoque indexado, sendo mais de 38% indexados à taxa de juros, tendo somente 31% de seu estoque composto por títulos prefixados.

<sup>129</sup> A Dívida Pública Federal é o somatório da DPMFI com a DPFe. Para maiores detalhes ver seção 3.1.1.

<sup>130</sup> Taxas flutuantes com 38,9%, índices de preços com 26% e câmbio com 4,1% (BRASIL, 2020b).

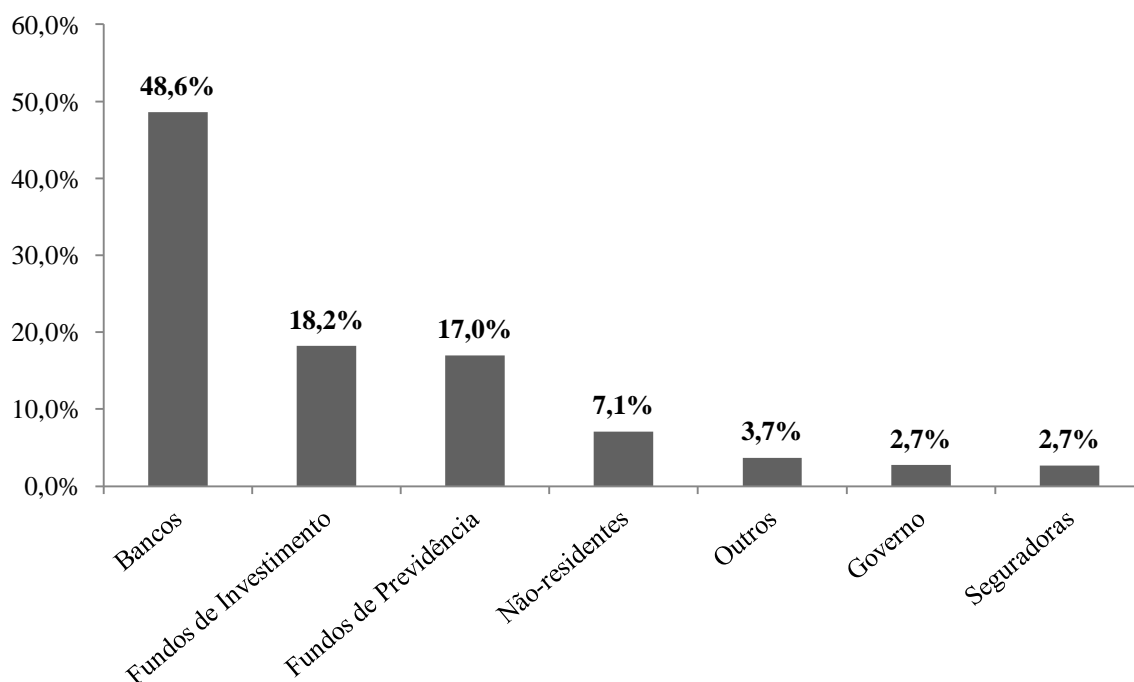
**Gráfico 4** — Evolução da composição da DPF — 2002-2019

Fonte: Brasil, (2020b).

Desse modo, num ambiente de relativa estabilidade e segurança, a manutenção da oferta de títulos indexados — sobretudo a juros e a índices de preços — acaba por tornar os títulos públicos no país um ativo financeiro extremamente atrativo, fomentando a acumulação financeira via dívida pública no Brasil desde o Plano Real.

A garantia de rentabilidade e segurança desses papéis fez com que o sistema financeiro brasileiro — sobretudo o sistema bancário — se utilizasse desses como base da valorização do capital desse setor. A predominância do sistema bancário no referido processo pode ser constatada quando observamos os detentores da DPMFI no Brasil; nessa direção, podemos ver no gráfico 5 abaixo que os bancos, em 2019, detinham aproximadamente 66,8% dela. Esse valor é resultado da soma da detenção direta pelos bancos<sup>131</sup> — 48,6% — com a participação dos fundos de investimentos — 18,2% —, nos quais os bancos atuam indiretamente, administrando-os.

<sup>131</sup> A participação direta dos bancos na DPMFI é condicionada também pela atuação do Banco Central brasileiro nas operações compromissadas. Aqui, o Banco Central remunera a sobra de caixa dos bancos comerciais sob o argumento de controlar a base monetária e, por consequência, a inflação. No entanto, a utilização excessiva dessa operação — o que tem ocorrido — aumenta o estoque da DPMFI e desestimula a distribuição de crédito pelo sistema bancário brasileiro, além do custo financeiro para o Estado. Para maiores detalhes, ver BRASIL (2019b).

**Gráfico 5** — Detentores da DPMFI — 2019 (inclui operações de mercado aberto ou compromissadas)

Fonte: elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2020c) e Brasil (2020a).

Analisando a participação estrangeira na DPMFI, num contexto de aprofundamento da financeirização no Brasil, podemos citar, a título de exemplo, o incentivo do governo brasileiro aos investidores estrangeiros na aquisição de títulos da dívida pública interna, isto é: a isenção de imposto de renda, para investidores não-residentes, sobre os rendimentos obtidos com títulos públicos domésticos a partir de 16 de fevereiro de 2006, por meio da medida provisória 281/06 de 16 de fevereiro de 2006 (FERNANDES, 2009). Embora, como podemos vimos no gráfico 5, a participação dos não-residentes no estoque total da DPMFI ainda seja pequena, a referida medida converge com a tese de Paulani (2012), segundo a qual a economia brasileira, atualmente, está inserida no capitalismo financeirizado mundial como uma espécie plataforma internacional de valorização financeira, sendo a dívida pública interna um dos principais ativos demandados pelos investidores estrangeiros para este fim.

A partir do que foi dito, por fim, constatamos que após a implementação do Plano Real a dívida pública brasileira assumiu um papel condicionante na salvaguarda do capital portador de juros no Brasil, a fim desse aumentar seu espaço de valorização ao mesmo tempo em que preserva seu valor (SANTOS; MENDES, 2016). Nesse sentido, portanto, podemos resumir as principais transformações ocorridas na economia política brasileira, pós-Plano Real, em sua relação com a dívida pública e com processo de financeirização, do seguinte modo:

- a) a abertura econômica e comercial do início dos anos de 1990 e progressivamente das finanças, atuou no sentido colocar a economia brasileira na lógica internacional de valorização financeira. De tal modo que o Plano Real foi também a expressão política e econômica de um processo global de liberalização e acumulação financeira, conhecido popularmente por neoliberalismo;
- b) com a estratégia adotada pelo Plano Real, com âncora cambial, juros altos e abertura econômica, a base de valorização do capital fictício alterou-se dos ganhos inflacionários para os juros;
- c) após o Plano Real, a dívida pública interna consolida-se como a base do processo de acumulação financeira no país, pois a política de esterilização da base monetária num contexto de juros demasiadamente altos fez com que o estoque de títulos público emitidos se multiplicasse por 12 num período de apenas nove anos, de 1994-2003;
- d) a coexistência de uma âncora cambial com a abertura econômica, na estratégia de estabilização do Plano Real, impôs ao Estado brasileiro a elevação de sua carga tributária bruta a fim de sustentar o crescimento expressivo da dívida pública interna;
- e) dado o caráter regressivo da carga tributária brasileira, o seu aumento, após o Plano Real, significou, em última instância, uma transferência de renda dos mais pobres em favor dos proprietários de capital financeiro.<sup>132</sup> Ademais, o compromisso com a geração permanente de superávits primários, após o Plano Real, atuou, portanto, no sentido da manutenção de uma alta concentração de renda no Brasil,<sup>133</sup> sendo a dívida pública a mediadora desse processo;
- f) as despesas com juros nominais da dívida pública interna, no período entre 1996-2013, atingiram uma média de 6,3% do PIB. Nesse contexto, o esforço fiscal do Estado brasileiro, para todo esse período, não foi suficiente para cobrir os encargos anuais com juros da dívida. Assim, os montantes de juros não pagos transformaram-se em novas dívidas, por meio da emissão de novos títulos para refinanciá-los;

---

<sup>132</sup> Ver nota 114.

<sup>133</sup> Ver nota 113.

- g) o caráter financeiro da dívida pública brasileira reside no processo acumulação financeira no qual nova dívida é criada para pagar o restante das despesas com juros e amortizações, as quais o superávit primário não conseguiu cobrir;
- h) mesmo com o fim da âncora cambial em 1999, o processo de acumulação financeira via dívida pública prosseguiu. A adoção do tripé macroeconômico subordinou a política econômica brasileira a esse processo de acumulação financeira via dívida pública. Nessa realidade, sobretudo a partir dos anos 2000, a política fiscal<sup>134</sup> foi ancorada pelo propósito de gerar permanentes superávits primários a fim de estabilizar a relação dívida/PIB; a política monetária subordinou-se ao regime de metas inflacionárias, tornando a taxa de juros uma variável exógena; e a política cambial, ao aderir ao regime de câmbio flutuante, ficou pouco dependente da atuação do Banco Central. Nesse sentido, os credores da dívida pública brasileira, tanto nacionais como estrangeiros, estão numa situação extremamente confortável em suas aplicações, tanto no âmbito da rentabilidade como no da segurança;
- i) a dinâmica rentista da dívida pública brasileira após o Plano Real levou ao agravamento das condições materiais do Estado brasileiro como promotor do desenvolvimento e da justiça social, visto que ao longo dos anos verificou-se uma tendência de queda relativa nos gastos sociais do Estado brasileiro em favor dos encargos com a dívida pública;<sup>135</sup>
- j) a abertura econômica e a estratégia do Plano Real fortaleceram o processo de concentração e centralização do setor financeiro no Brasil, sobretudo o setor bancário, de tal modo que em 2016 os cinco maiores bancos no país centralizavam 83% do ativo total de todo o sistema bancário brasileiro;
- k) em virtude do processo de concentração e centralização do capital bancário que ocorre no país desde o Plano Real, essa parcela do capital social conquistou e até hoje mantém um extraordinário poder político e econômico na economia

---

<sup>134</sup> A este respeito, vale destacar, a instituição da Emenda Constitucional n.º 95, conhecida como “Teto dos Gastos Públicos”, em dezembro de 2016. Em síntese, esta Ementa inaugurou um novo regime fiscal no Brasil, no qual as despesas primárias e investimentos públicos tiveram seu crescimento limitado pelos gastos do ano anterior corrigido pelo IPCA por um período de 20 anos, ou seja, tais despesas estão proibidas de ter crescimento real. Isto significa tonar a política fiscal mais rígida em favor dos interesses rentistas, a fim de, na prática, instituir um *ajuste permanente* nas contas do Estado para obter os recursos necessários ao pagamento dos juros da dívida pública, pois a referida Emenda não limitou as despesas financeiras do Estado com juros e amortizações.

<sup>135</sup> Ver gráfico 3.

brasileira<sup>136</sup>, de forma a verificarmos que em 2019 o setor bancário detinha ao menos 66,8% da DPMFI;

- l) a despeito de um contexto de relativa estabilidade e segurança após o Plano Real, a DPF, em 2019, apresentava 69% de seu estoque atrelado a títulos indexados. Isto ressalta a dificuldade na gestão sustentável da dívida pública no Brasil, em vista da forma e da profundidade que assume a financeirização no país;
- m) a especulação com títulos e valores mobiliários é a segunda maior fonte de receitas dos principais conglomerados financeiros do país, indicando a significância atual da dívida pública brasileira no processo de acumulação financeira vigente.

Podemos inferir, desse modo, por fim, que o papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira, após o Plano Real, manifesta-se em dois aspectos concretos, isto é:

- a) como mediadora de um mecanismo de manutenção da concentração de renda em favor dos proprietários de capital financeiro, por meio do sistema tributário regressivo brasileiro; e
- b) como base da acumulação financeira no país, visto que os títulos públicos da dívida interna brasileira servem de referência de risco-zero e rentabilidade alta.

Ademais, vale destacar, que a institucionalidade iniciada com o Plano Real e a dominância do ideário neoliberal foram responsáveis pela criação e manutenção do regime monetário-financeiro responsável pela efetivação plena dos dois aspectos referidos da dívida pública brasileira no processo de financeirização, agindo na contramão das funções essenciais que a dívida pública tem na promoção do desenvolvimento econômico de um país.

---

<sup>136</sup> Ver nota 122.

## 4 CONCLUSÃO

A partir de nossa exposição geral, vimos, inicialmente, o marco teórico que serviu de base em nossa pesquisa, isto é, a abordagem marxista da financeirização. Nessa, constatamos a relevância geral da dívida pública no processo de financeirização, a despeito da ênfase diferente com a qual cada autor colocou a dívida pública nesse processo. Com base nessa estrutura teórica básica, a exposição descritiva do processo de financeirização no Brasil possibilitou-nos esclarecer a forma geral que assume o fenômeno da financeirização na economia brasileira, de modo a nos indicar o caminho posteriormente seguido em nossa pesquisa. Por caminho, entendemos aqui a identificação de *quando* deveríamos começar nossa investigação, ou seja: a escolha do Plano Real como ponto de partida e a exposição sintética do contexto histórico, econômico e político a partir dos anos de 1960 no Brasil resultaram precisamente do *caminho* indicado pela literatura que trata acerca da financeirização da economia brasileira. Desse modo, obtivemos uma bagagem teórica e histórica prévia para entender a relevância do Plano Real em definir o *papel da dívida pública no processo de financeirização da economia brasileira*.

Ademais, identificamos a papel condicionante do contexto histórico anterior ao Plano Real no processo de financeirização da economia brasileira e na implicação da dívida pública brasileira nesse fenômeno. Dentre os principais eventos condicionantes para os ditos processos, constatamos os seguintes: o incentivo estatal, por meio do PAEG, à criação de um mercado voluntário para os títulos públicos, em 1965; a instituição da correção da monetária das ORTN em 1964; a criação do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional, em 1964; a criação, em 1970, das LTN; a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, em 1986; a criação das LFT, em 1987, que introduzia o conceito de indexação financeira por meio do sistema Selic; a criação do mercado interbancário no Brasil, por meio da instituição dos CDI, em 1986; a criação, em 1991, das NTN, com variadas séries de acordo com o indexador utilizado; e a adesão do Brasil ao Plano Brady e ao Consenso de Washington a partir de 1990. Além desses momentos políticos e institucionais relevantes, importam os eventos econômicos condicionantes, na medida em que acarretaram na articulação da dívida pública brasileira com processo de financeirização do Brasil; nesse sentido, como demonstramos em nossa pesquisa, entendemos como eventos econômicos condicionantes: o histórico inflacionário da economia brasileira; alta liquidez internacional dos anos de 1970; o choque nos juros na economia dos EUA; a crise da dívida externa brasileira e a consequente



deterioração das condições patrimoniais e financeiras do Estado brasileiro; o insucesso dos planos de estabilização anteriores ao Plano Real; e a adesão à abertura econômica nos anos de 1990. Em suma, uma compreensão articulada e sintética dos eventos políticos, econômicos e institucionais pré-Plano Real possibilitou-nos concluir que a financeirização no Brasil, em sua gênese, *teve por base os ganhos inflacionários vinculados ao desenvolvimento da dívida pública interna indexada à inflação*. Nesse sentido, portanto, as políticas institucionais do Estado brasileiro, ao criarem, estruturarem e estimularem o mercado de títulos públicos no Brasil apresentam-se, indiretamente, como determinantes do papel da dívida pública no processo de financeirização desde seu início.

Chegando ao Plano Real propriamente dito, a partir do contexto político, ideológico e histórico do período, verificamos que o referido plano foi o ponto de inflexão na natureza do processo de financeirização da economia brasileira. A base da acumulação financeira em ganhos inflacionários<sup>137</sup> — característica do período anterior — foi substituída pela acumulação financeira sustentada nos juros. Como vimos, isto ocorreu em virtude do contexto econômico dos anos de 1990 e da estratégia do Plano Real, isto é: âncora cambial, juros altos e abertura econômica. É nesse contexto que procuramos analisar o papel da dívida pública brasileira, pois foi precisamente após o Plano Real que ela consolidou seu papel central no processo de financeirização. Esse papel, como vimos, expressou-se nos seguintes movimentos:

- a) no crescimento explosivo da dívida pública interna no período pós-Real, com estoque de títulos públicos emitidos multiplicados por 12 no período de 1994-2003;
- b) no crescimento da carga tributária bruta pós-Real, em virtude do crescimento nos encargos com a dívida pública interna;
- c) na manutenção de um alto nível de despesas com juros nominais pelo Estado brasileiro no período 1996-2013, de modo que o esforço fiscal do Estado, para todo o período, foi incapaz de cobrir tais encargos;
- d) no fortalecimento do sistema financeiro brasileiro pós-Real, em virtude do qual, em 2016, os cinco maiores bancos do país centralizavam cerca de 83% de todo o

---

<sup>137</sup> Como vimos anteriormente, a acumulação financeira com base em ganhos inflacionários é, em última instância, uma acumulação financeira com base em juros reais ou líquidos, isto é, descontados a inflação. Ver nota 94.

ativo do sistema bancário brasileiro, o qual, além disso, detinha, em 2019, aproximadamente 66% da DPMFI; e,

- e) na dificuldade, mesmo num contexto relativamente estável pós-Plano Real, de desindexar a DPF, de modo que, em 2019, 69% de seu estoque ainda estava composto por títulos indexados.

Na análise desses movimentos, identificamos o papel que a dívida pública brasileira teve e tem nesse contexto todo, ao mesmo tempo em que expusemos os mecanismos institucionais que levaram a dívida pública a assumir esse papel. Desse modo, ao lado do que já vinha ocorrendo desde os anos de 1960, a implantação mesma do Plano Real e a adoção do tripé macroeconômico, com regime de metas de inflação e de câmbio flutuante, atuaram no sentido de consolidar a dívida pública interna como a base do processo de financeirização da economia brasileira. Nesse contexto analisado, portanto, *concluimos que o papel da dívida pública brasileira no processo de financeirização reside, em primeiro lugar, na mediação de um mecanismo de manutenção da concentração de renda em favor das frações rentistas da classe dominante e, em segundo lugar, de base no processo de acumulação financeira no Brasil, na medida em que os títulos públicos da dívida interna servem de referência de risco-zero e elevada rentabilidade real*. Nesse papel, a institucionalidade brasileira foi se moldando aos interesses da acumulação financeira via dívida pública, na medida em que a gestão da dívida pública brasileira e a condução da política econômica no país se mantiveram subordinadas ao processo de acumulação financeira, para todo o período analisado, como vimos. Em suma: a adoção da âncora cambial até 1999, a adesão e manutenção do tripé macroeconômico posteriormente — respaldado no NCM — e a instituição do Teto de Gastos Público em 2016, aparecem como a expressão concreta dessa subordinação.

Nesse contexto, ficam claros os importantes obstáculos econômicos que a sociedade brasileira encontra para superação do subdesenvolvimento. Sem esgotarmos o tema da financeirização e seus efeitos para economia brasileira, parece claro que a compreensão da dívida pública brasileira em sua relação como o processo de financeirização é uma condição necessária para qualquer projeto de desenvolvimento nacional. Pois qualquer projeto nacional de desenvolvimento econômico sustentado, como a experiência internacional nos mostra, pressupõe uma intervenção pública direcionada e coordenada com a sociedade; nisso, os setores básicos da economia precisam, necessariamente, convergir com base em um projeto comum; aqui, o setor público e o setor privado — nos âmbitos industrial, comercial e financeiro — precisam atuar juntos na mesma direção. Por isso, enquanto a economia

brasileira estiver inserida numa lógica de valorização financeira na qual a dívida pública é a mediação central, a coordenação necessária entre os setores públicos e privados para superação do subdesenvolvimento, da injustiça social e da desigualdade nunca se efetivará.

Além disso, por fim, a título de indicação para trabalhos futuros, sugerimos, em caráter geral, os seguintes caminhos:

- a) o avanço na pesquisa acerca das características básicas do processo de financeirização na economia brasileira, sobretudo no processo de financeirização do investimento e do consumo das famílias;
- b) o avanço na pesquisa acerca da estrutura institucional e dos efeitos econômicos da dívida pública no período mais recente; e
- c) o avanço na pesquisa acerca da condução da política econômica no Brasil, no sentido de evidenciar no debate acadêmico a inefetividade do NCM em promover o crescimento econômico com estabilidade macroeconômica.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, L. B.; FERES, L. P. Financeirização e os sentidos do desenvolvimento: aspectos teóricos e as “reformas de mercado” no caso brasileiro. *In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA*, 23., 2018, Niterói. **Anais [...]**. Niterói: SEP, 2018. Disponível em: <https://sep.org.br/anais/Trabalhos%20para%20o%20site/Area%206/86.pdf>. Acesso em: 26 jun. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **IF.data**. Brasília, 2020a. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/index.html>. Acesso em: 20 fev. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Metas para inflação**. Brasília, 2020b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em: 15 fev. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras**. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicoestatisticas>. Acesso em: 05 jul. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária - 2018**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 05 jul. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Tabelas especiais**. Brasília, 2020c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acesso em: 17 fev. 2020.

BATISTA, P. N. O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos. **Cadernos de Debates Associações da CESP**, São Paulo, n. 1, 1995.

BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 2, n. 1, p. 25-57, ago. 1993. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/406/Braga1.pdf>. Acesso em: 06 jul. 2019.

BRAGA, J. C. S. *et al.* For a political economy of financialization: theory and evidence. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. spe., p. 829-856, Dec. 2017. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-06182017000400829&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-06182017000400829&lng=en&nrm=iso). Acesso em: 06 jul. 2019.

BRAGA, J. C. S. **Temporalidade da riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. 1985. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1985.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Receita Federal. **Carga tributária no Brasil**. Brasília, 2017. Disponível em: <http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil/carga-tributaria-no-brasil-cap>. Acesso em: 15 fev. 2020.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatórios contábeis e fiscais da União**. Brasília, 2020a. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/contabilidade-e-custos/relatorios-contabeis-e-fiscais-da-uniao>. Acesso em: 21 fev. 2020.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatório anual da dívida 2018**. Brasília, 2019a. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-anual-da-divida>. Acesso em: 05 jan. 2020.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatório anual da dívida 2019**. Brasília, 2020b. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-anual-da-divida>. Acesso em: 26 fev. 2020.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatório especial sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**. Brasília, 2019b. Disponível em: <http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/29828:926299:inline:1014170377635>. Acesso em: 27 fev. 2020.

BRETTAS, T. **Capital financeiro, fundo público e políticas sociais: uma análise do lugar do gasto social no governo Lula**. 2013. Tese (Doutorado em Serviço Social) — Programa de Pós-Graduação em Serviço Social, Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: [http://www.bdtd.uerj.br/tde\\_busca/arquivo.php?codArquivo=6766](http://www.bdtd.uerj.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=6766). Acesso em: 26 jun. 2019.

BRITO, M. B. **O Plano Real e a República Rentista**. 2017. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) — Departamento de Economia e Relações Internacionais, Centro Sócio Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/185037>. Acesso em: 22 fev. 2020.

BRITO, M. B; HERRLEIN JR., R. O Plano Real e a República Rentista. **Revista Publicatio UEPG**, Ponta Grossa, v. 27, n. 3, p. 321-338, nov. 2019. Disponível em: <https://www.revistas2.uepg.br/index.php/sociais/article/view/14261/209209212613>. Acesso em: 28 jan. 2020.

BRUNO, M. A. P. **Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil**. 2005. Tese (Doutorado em Economia da Indústria e da Tecnologia) — Programa de Pós-Graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

BRUNO, M.; CAFFE, R.. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. spe, p. 1025-1062, dez. 2017. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_abstract&pid=S0104-06182017000401025&lng=en&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S0104-06182017000401025&lng=en&nrm=iso&tlng=pt). Acesso em: 06 jul. 2019.

BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572011000500003](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572011000500003). Acesso em: 07 jul. 2019.

CAPAROZ, M. A. **Evolução da concentração de renda no Brasil entre 1977 e 2013**. 2015. Dissertação (Mestrado em Economia) — Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14082>. Acesso em: 20 jan. 2021.

CHESNAIS, F. **Finance capital today**: corporations and banks in the lasting global slump. Leiden; Boston: Brill, 2016. (Historical Materialism, Book Series).

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

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

CRUZ, P. R. D. C. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 5, n. 1, 1995. Disponível em:

<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/2287>. Acesso em: 14 jun. 2020.

DAVANZATI, G. F., PATALANO R. Marx on public debt: fiscal expropriation and capital reproduction. **International Journal of Political Economy**, Armonk, v. 46, n. 1, p. 50-64, 2017. Disponível em:

<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/08911916.2017.1310474>. Acesso em: 13 jan. 2021.

DUMÉNIL, G; LEVY, D. **A crise do neoliberalismo na história do capitalismo**: 2008-2011, os dois primeiros atos. [Paris]: CEPREMAP, 2011. Disponível em:

<http://www.cepremap.fr/membres/dlevy/dle2011n.pdf>. Acesso em: 05 maio 2020.

FERNANDES, O. A. **Dívida mobiliária pública e financeirização da riqueza**: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) — Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009. Disponível em:

<http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/285682>. Acesso em: 26 jun. 2019.

FERREIRA, A. C. **Os donos da dívida**: um enfoque sociopolítico da dívida pública interna durante o governo FHC. 2005. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política) - Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política, Centro de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005. Disponível em:

<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/102672/213687.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 30 jan. 2020.

FINE, B.; SAAD-FILHO, A. Thirteen things you need to know about neoliberalism. **Critical Sociology**, Eugene, v. 43, n. 4-5, p. 685-706, 2017. Disponível em:

[https://www.researchgate.net/publication/305886463\\_Thirteen\\_Things\\_You\\_Need\\_to\\_Know\\_About\\_Neoliberalism](https://www.researchgate.net/publication/305886463_Thirteen_Things_You_Need_to_Know_About_Neoliberalism). Acesso em: 17 jan. 2021.

FURTADO, C. **A nova dependência: dívida externa e monetarismo**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982.

GRESPLAN, J. As formas da mais-valia: concorrência e distribuição no Livro III. **Crítica Marxista**, Campinas, n. 33, p. 09-30, 2011. Disponível em:

[https://www.ifch.unicamp.br/criticamarxista/arquivos\\_biblioteca/artigo238merged\\_document\\_248.pdf](https://www.ifch.unicamp.br/criticamarxista/arquivos_biblioteca/artigo238merged_document_248.pdf). Acesso em: 20 fev. 2020.

GOBETTI, S. W; ORAIR, R. O. **Tributação e distribuição de renda no Brasil**: novas evidências a partir das declarações tributárias das pessoas físicas. Brasília, fev. 2016. (Working paper IPC - IG, 136). Disponível em: <https://ipcig.org/publication/27829>. Acesso em: 16 fev. 2020.

GOMES, F. G. **Acumulação de capital via dívida pública**: contribuição para uma crítica à razão da crise fiscal. 2007. Tese (Doutorado em Administração) — Núcleo de Pós-graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal da Bahia. Salvador, 2007. Disponível em: <http://www.adm.ufba.br/pt-br/publicacao/acumulacao-capital-via-divida-publica-construicao-para-critica-razao-crise-fiscal>. Acesso em: 07 jul. 2019.

GRAZZIOTIN, H. A. **Sistema de crédito, ciclos industriais e institucionalidade financeira**: uma sistematização da teoria monetária e financeira de Marx. 2015. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2015. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/147442>. Acesso em: 14 jul. 2019.

HARVEY, D. **Para entender O capital**: livros II e III. São Paulo: Boitempo, 2014.

HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA — IBGE. **Biblioteca**. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=7236>. Acesso em: 10 jun. 2020.

KEYNES, J. M. **Inflação e deflação**. São Paulo: Abril Cultural, 1978.

LAPAVITSAS, C. Financialization, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation. **Ekonomiaz**: revista vasca de economía, Gobierno Vasco, v. 72, n. 03, 2009. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/ekz/ekonoz/2009310.html>. Acesso em: 15 abr. 2020.

LAPYDA, I. François Chesnais. Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump. Boston, Brill Academic Pub., 2016. 310 pp. **Tempo Social**, São Paulo, v. 30, n. 2, p. 331-342, ago. 2018. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-20702018000200331](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20702018000200331). Acesso em: 08 jul. 2019.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E; BRUNO, M. **Brasil**: vanguarda da financeirização entre os emergentes?: uma análise exploratória. Rio de Janeiro, 2017. (Texto para discussão IE/ UFRJ, n. 032). Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/index.php/listar-td/textos-para-discussao-2017/brasil-vanguarda-da-financeirizacao-entre-os-emergentes-uma-analise-exploratoria>. Acesso em: 07 jul. 2019.

MACHADO, A. P. Brasil se mantém em sexto lugar no ranking mundial de juros reais. **Exame**, São Paulo, 31 out. 2018. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/brasil-se-mantem-em-sexto-lugar-no-ranking-mundial-de-juros-reais/>. Acesso em: 05 jul. 2019.

MARCELINO, P.; AMORIM, H. Neoliberalismo e dominação de classe: uma análise marxista do capitalismo contemporâneo. (Entrevista com Gérard Duménil). **Lutas Sociais**, São Paulo, n. 17/18, p. 183-196, 2007. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/ls/article/view/18694>. Acesso em: 20 abr. 2020.

MARX, K. **O capital: crítica da economia política: livro 3: o processo global da produção capitalista**. São Paulo: Boitempo, 2017.

MEDEIROS, M.; SOUZA, P. H. G. F.; CASTRO, F. Á. A estabilidade da desigualdade de renda no Brasil, 2006 a 2012: estimativa com dados do imposto de renda e pesquisas domiciliares. **Ciênc. Saúde Coletiva**, Rio de Janeiro, v. 20, n. 4, p. 971-986, 2015. Disponível em: [https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-81232015000400971&script=sci\\_arttext&tlng=pt](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-81232015000400971&script=sci_arttext&tlng=pt). Acesso em: 20 jan. 2021.

MINELLA, A. C. Elites financeiras, sistema financeiro e Governo FHC. In.: RAMPINELLI, W. J.; OURIQUES, N. D. **No fio da navalha: crítica das reformas neoliberais de FHC**. São Paulo: Xamã, 1997.

MINELLA, A. C. Maiores bancos privados no Brasil: um perfil econômico e sociopolítico. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 18, p. 100-125, 2007. Disponível em: [https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1517-45222007000200006&script=sci\\_abstract&tlng=pt](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1517-45222007000200006&script=sci_abstract&tlng=pt). Acesso em: 21 jan. 2021.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

NAKATANI, P. O papel e o significado da dívida pública na reprodução do capital. In: SIMPOSIO INTERNACIONAL SOBRE DEUDA PUBLICA DO OID, 2006, Caracas, Venezuela. **Anais [...]** Caracas: Observatório Internacional da Dívida, set. 2006. Disponível em: [http://www.cadtm.org/IMG/pdf/Paulo\\_Nakatani.pdf](http://www.cadtm.org/IMG/pdf/Paulo_Nakatani.pdf). Acesso em: 08 jul. 2019.

NASCIMENTO JÚNIOR, A. N. **Tributação, desigualdade e a renda dos ricos no Brasil**. 2019. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas e Desenvolvimento) — Pós-Graduação em Políticas Públicas e Desenvolvimento, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, 2019. Disponível em: <http://www.mestradoprofissional.gov.br/sites/images/mestrado/turma3/antonio-negromonte-nascimento-junior.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2021.

OLIVEIRA, G. C. O Desempenho do Sistema Bancário no Brasil no Período Recente (2007-2015). **Texto para discussão - IPEA**, n. 2327. Brasília, ago. 2017. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=30964:td-2327-o-desempenho-do-sistema-bancario-no-brasil-no-periodo-recente-2007-2015&catid=397:2017&directory=1](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=30964:td-2327-o-desempenho-do-sistema-bancario-no-brasil-no-periodo-recente-2007-2015&catid=397:2017&directory=1). Acesso em: 20 fev. 2020.

O POVO brasileiro. Direção: Isa Grinspum Ferraz. Rio de Janeiro: Fundação Darcy Ribeiro, 2000. Documentário.



PAULANI, L. M. A Inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. **Boletim de Economia e Política Internacional – IPEA**, Brasília, jun. 2012. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4554>. Acesso em: 07 jul. 2019.

PAULANI, L. M. Capitalismo financeiro e estado de emergência econômico no Brasil: o abandono da perspectiva do desenvolvimento. 2007. **Portal E-GOV**, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2011. Disponível em: <http://www.egov.ufsc.br/portal/conteudo/capitalismo-financeiro-e-estado-de-emerg%C3%A2ncia-econ%C3%B4mico-no-brasil-o-abandono-da-perspectiva>. Acesso em: 07 jul. 2019.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília, 2009. p. 57-80. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->. Acesso em: 12 jan. 2020.

RIBEIRO, R. G. A. **O neoliberalismo e a financeirização: o papel da dívida pública na desigualdade econômica no Brasil (1990-2010)**. 2016. Dissertação (Mestrado em Economia Política) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/19516>. Acesso em: 07 jul. 2019.

SANTO, M. H. E.; MENDES, A. N. O fundo público e o capital portador de juros: o papel da dívida pública brasileira no capitalismo contemporâneo em crise. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 25-44, 2016. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/23037/19254>. Acesso em: 28 fev. 2020.

SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->. Acesso em: 12 jan. 2020.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->. Acesso em: 12 jan. 2020.

SILVA, E. M. **A economia política da dominância financeira: acumulação de capital e rentismo no capitalismo contemporâneo**. 2016. 117 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016.

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 5-15, 1985. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/18-1.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2020.

## ANEXO A — EVOLUÇÃO DO ESTADO BRASILEIRO: UMA PERIODIZAÇÃO POR MUDANÇAS INSTITUCIONAIS

continua

PERÍODOS CARACTERÍSTICAS	1930-1954	1955-1963	1964-1988
<b>Regime político e formas ideológicas de legitimação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ditadura do “Estado Novo” (1937- 45)</li> <li>▪ Nacionalismo e desenvolvimentismo</li> <li>▪ Controle governamental dos sindicatos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Democracia representativa</li> <li>▪ Desenvolvimentismo associado ao capital estrangeiro</li> <li>▪ “Populismo” e “trabalhismo” (1961-1963)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ditadura militar</li> <li>▪ Desenvolvimentismo associado ao capital estrangeiro</li> <li>▪ Ideologia do “Brasil potência”</li> <li>▪ Abertura política a partir de 1985 (“Nova República”)</li> </ul>
<b>Regime fisco-financeiro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Arrecadação sobre produção interna começa a superar arrecadação sobre importações</li> <li>▪ Criação da SUMOC e do BNDE</li> <li>▪ Prioridade à indústria nacional e investimentos em infraestrutura financiados por emissão monetária</li> <li>▪ Estado implanta o sistema de previdência social</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Predomínio dos impostos “em cascatas”</li> <li>▪ Primeiros arranjos para tributação sobre valor adicionado</li> <li>▪ Políticas de incentivos à indústria e investimentos do governo financiados por imposto inflacionário</li> <li>▪ Lei Orgânica da Previdência Social e unificação dos planos com a criação do INPS (1960)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reformas institucionais do PAEG</li> <li>▪ Criação do Banco Central e instituições básicas do mercado financeiro</li> <li>▪ Dispositivo institucional da correção monetária</li> <li>▪ Reforma fiscal centralizadora prioriza tributação sobre valor adicionado</li> <li>▪ Extensão da cobertura social para o setor rural (1971) e criação do Ministério da Previdência e Assistência Social</li> </ul>
<b>Codificação das relações de trabalho</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Implantação da legislação trabalhista e salarial (salário mínimo, fixação da jornada de trabalho, etc.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Razão produtividade/salário cresce e legislação trabalhista propicia compressão salarial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ O FGTS substitui a Lei de Estabilidade, aumenta a flexibilidade quantitativa e salarial e funciona como poupança forçada</li> <li>▪ Aumentos salariais controlados por decretos do Governo Federal</li> </ul>
<b>Provisão de bens públicos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Setor público complementa o fornecimento privado dos serviços de saúde e educação, mas com participação reduzida no orçamento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Diminuição dos gastos sociais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Parte das responsabilidades com a provisão de serviços de saúde e educação são transferidos aos Estados, reduzindo significativamente os gastos sociais federais</li> </ul>
<b>Setor produtivo estatal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estabelecimentos das empresas públicas nos setores de bens de capital e intermediários; participação estatal chega a 24% da formação bruta de capital fixo (FBCF)</li> <li>▪ Criação da indústria pesada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Empresas estatais continuam encarregadas dos bens de produção e investimentos em infraestruturas</li> <li>▪ Unificação de várias empresas estatais do setor elétrico e de telecomunicações</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Expansão das empresas estatais e formação de um “Estado empresário”</li> <li>▪ Participação estatal na formação bruta de capital atinge 32% em 1965, mantendo-se na média de 26% até 1971.</li> </ul>
<b>Orientação básica das políticas governamentais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estruturação de um Estado nacional, econômica e politicamente forte e ativo</li> <li>▪ Busca de autonomia com relação ao capital estrangeiro</li> <li>▪ Criação do Conselho Federal de Comércio Exterior (1934)</li> <li>▪ Fortalecimento do mercado interno</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Políticas públicas para estimular a entrada do capital estrangeiro multinacional</li> <li>▪ Foco das políticas industriais muda para o setor de bens de consumo duráveis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ “Modernização conservadora” consolida processo de internacionalização da economia brasileira</li> <li>▪ Aumentos dos gastos com políticas antipopulares e repressivas</li> <li>▪ Políticas industriais do II PND retomam ao foco no setor de bens de produção (1975-79)</li> </ul>

continuação

PERÍODOS CARACTERÍSTICAS	1989-2003	2004-2014	2015-2017
<b>Regime político e formas ideológicas de legitimação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Retorno a democracia política com eleições diretas para a Presidência da República</li> <li>▪ Neoliberalismo e globalização interpretados como tendências benéficas e inelutáveis</li> <li>▪ Era Vargas deve ser superada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Democracia política</li> <li>▪ PT chega a Presidência da República</li> <li>▪ Governo de conciliação de classes</li> <li>▪ Expansão do consumo popular, políticas redistributivas e de combate a pobreza</li> <li>▪ Tentativa contraditória de recuperação de políticas desenvolvimentistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Democracia política até o golpe jurídico-parlamentar de 2016</li> <li>▪ Captura total do Estado pelos interesses do setor bancário-financeiro e do capital estrangeiro</li> <li>▪ Retórica de que a saída da crise econômica pressupõe reformas neoliberais</li> </ul>
<b>Regime fitco-financeiro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Constituição de 1988 estabelece novo marco institucional</li> <li>▪ Estabilidade de preços considerada equivalente a estabilidade macroeconômica</li> <li>▪ Plano Real em 1994 se conjuga com a liberalização financeira</li> <li>▪ Finanças públicas subordinadas aos interesses da alta finança</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Subordinação das finanças públicas aos interesses do setor bancário-financeiro permanece</li> <li>▪ Política monetária restritiva e fiscal voltada para a produção de superávits primários permanentes</li> <li>▪ Parcela do orçamento destinada aos programas sociais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Os interesses da acumulação rentista-patrimonial sobrepõem-se às necessidades sociais e dos demais setores econômicos</li> <li>▪ Fazenda e Banco central sob controle direto de representantes da alta finança</li> <li>▪ Gastos de legitimidade congelados por 20 anos pela PEC 55</li> </ul>
<b>Codificação das relações de trabalho</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Alto nível de informalidade e precariedade</li> <li>▪ Alterações na legislação trabalhista para aumentar a flexibilidade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Queda da informalidade por efeito do crescimento econômico</li> <li>▪ Salário médio real cresce, mas ganhos de produtividade reduzidos e estagnados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aprovação de lei que permite terceirização irrestrita</li> <li>▪ Tendência ao aumento do grau de precarização com rebaixamento de salários e alta rotatividade da força de trabalho</li> </ul>
<b>Provisão de bens públicos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Subfinanciamento e sucateamento dos sistemas públicos de educação e saúde</li> <li>▪ Proliferação das empresas privadas em saúde e educação</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Criação de novas universidades federais</li> <li>▪ Ampliação de programas educacionais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Retomada das privatizações</li> <li>▪ Remercantilização de produtos e serviços de saúde, educação e previdência</li> </ul>
<b>Setor produtivo estatal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Plano Nacional de Desestatização</li> <li>▪ Participação estatal na FBCF cai para a média de 13%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sem definição precisa da relevância das empresas estatais</li> <li>▪ Privatizações de bancos estaduais e concessões para a gestão de rodovias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Avanço dos interesses privados internacionais sobre o setor de petróleo e de construção civil</li> <li>▪ Ataque a PETROBRAS e a grandes empreiteiras nacionais</li> </ul>
<b>Orientação básica das políticas governamentais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reduzir o tamanho considerado "excessivo" do Estado</li> <li>▪ Transição do "Estado provedor" para o "Estado regulador"</li> <li>▪ Promover o equilíbrio das finanças públicas</li> <li>▪ Abandono das políticas industriais e de desenvolvimento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Combate às desigualdades de renda e a pobreza</li> <li>▪ Desenvolvimento interpretado como inclusão social via consumo</li> <li>▪ Base produtiva industrial negligenciada</li> <li>▪ Mudanças estruturais secundarizadas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tentativa de implantação de um Estado mínimo</li> <li>▪ Reduzir os gastos sociais ao um mínimo para manter máximo o fluxo de renda de juros ao mercado bancário-financeiro</li> <li>▪ Redução da previdência pública para expandir a previdência privada</li> </ul>

Fonte: Bruno e Caffé (2017, p. 1039-1040).



**ANEXO B - FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA: FLUXOS ACUMULADOS NO ANO EM MILHÕES DE REAIS  
(1996-2006)**

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro
<b>Dívida líquida total – saldo</b>	<b>269 193</b>	<b>308 426</b>	<b>385 870</b>	<b>516 579</b>	<b>563 163</b>	<b>660 867</b>	<b>881 108</b>	<b>913 145</b>	<b>956 996</b>	<b>1 002 485</b>	<b>1 067 363</b>
<b>Dívida líquida – var. ac. Ano</b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	<b>45 488</b>	<b>64 879</b>
<b>Fatores condicionantes:</b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	<b>45 488</b>	<b>64 879</b>
NFSP	44 968	51 626	68 229	56 284	39 806	42 788	61 614	79 037	47 144	63 641	69 883
Primário	740	8 310	- 106	- 31 087	- 38 157	- 43 656	- 52 390	- 66 173	- 81 112	- 93 505	- 90 144
Juros nominais	44 229	43 317	68 335	87 372	77 963	86 444	114 004	145 210	128 256	157 146	160 027
Ajuste cambial	1 530	4 114	6 859	69 384	18 344	30 840	147 225	- 64 307	- 16 193	- 18 202	- 4 881
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1 013	1 606	4 261	39 873	9 479	19 182	76 662	- 22 715	- 3 335	- 4 554	- 2 222
Dívida externa – metodológico	517	2 509	2 598	29 511	8 864	11 658	70 564	- 41 592	- 12 858	- 13 648	- 2 659
Dívida externa – outros ajustes <sup>f</sup>	- 241	0	- 6	0	0	- 383	753	16 703	7 139	- 2 258	2 302
Reconhecimento de dívidas	15 220	- 207	15 216	14 014	8 672	25 439	14 286	605	6 514	3 262	- 375
Privatizações	- 745	- 16 301	- 12 854	- 8 973	- 20 238	- 981	- 3 637	0	- 753	- 954	- 2 049
<b>PIB acumulado doze meses – valorizado</b>	<b>808 785</b>	<b>897 946</b>	<b>925 089</b>	<b>1 061 135</b>	<b>1 154 561</b>	<b>1 255 658</b>	<b>1 587 584</b>	<b>1 596 841</b>	<b>1 851 980</b>	<b>1 946 863</b>	<b>2 136 396</b>

Fonte: Banco Central do Brasil (2021<sup>138</sup> apud FERNANDES, 2009, p. 170).

<sup>138</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 10 fev. 2021.

**ANEXO C - FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA EM PORCENTAGEM DO PIB (1996-2006)**

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro
Dívida líquida total - saldo	33,3	34,3	41,7	48,7	48,8	52,6	55,5	57,2	51,7	51,5	50,0
Dívida líquida - var. ac. ano	2,7	1,1	7,4	7,0	0,1	3,9	2,9	1,7	-5,5	-0,2	-1,5
Fatores condicionantes:	7,5	4,4	8,4	12,3	4,0	7,8	13,9	2,0	2,4	2,3	3,0
NFSP	5,8	5,7	7,4	5,3	3,4	3,4	3,9	4,9	2,5	3,3	3,3
Primário	0,1	0,9	0,0	-2,9	-3,3	-3,5	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8	-4,2
Juros nominais	5,5	4,8	7,4	8,2	6,8	6,9	7,2	9,1	6,9	8,1	7,5
Ajuste cambial	0,2	0,5	0,7	6,5	1,8	2,5	9,3	-4,0	-0,9	-0,9	-0,2
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	0,1	0,2	0,5	3,8	0,8	1,5	4,8	-1,4	-0,2	-0,2	-0,1
Dívida externa - metodológico	0,1	0,3	0,3	2,8	0,8	0,9	4,4	-2,6	-0,7	-0,7	-0,1
Dívida externa - outros ajustes <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,4	-0,1	0,1
Reconhecimento de dívidas	1,9	0,0	1,6	1,3	0,8	2,0	0,9	0,0	0,4	0,2	0,0
Privatizações	-0,1	-1,8	-1,4	-0,8	-1,8	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Efeito crescimento PIB - dívida <sup>1</sup>	-4,8	-3,3	-1,0	-5,3	-3,9	-3,9	-11,0	-0,3	-7,9	-2,5	-4,6

Fonte: Banco Central do Brasil (2021<sup>139</sup> apud FERNANDES, 2009, p. 171).

<sup>139</sup> Ver nota 138.