

# Dominância Financeira e Privatização

## das Finanças Públicas no Brasil

Organizadores:  
Rudinei Marques & José Celso Cardoso Jr.

Realização:



Apoio:







# Dominância Financeira e Privatização

## das Finanças Públicas no Brasil

Organizadores:  
Rudinei Marques & José Celso Cardoso Jr.

Realização:



Apoio:



Expediente

**Realização:**

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

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

**Diagramação:**

*Diego Feitosa*

**Realização:**



**Apoio:**



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

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

Bibliografia

ISBN 978-65-89771-02-9

1. Administração pública - Brasil 2. Finanças públicas - Brasil 3. Privatização -  
Brasil 4. Serviços públicos - Brasil I. Marques, Rudinei.

II. Cardoso Junior, José Celso Cardoso.

22-111862

CDD-34:336(81)

Índices para catálogo sistemático:

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

Aline Grazielle Benitez - Bibliotecária - CRB-1/3129



# Sumário

**Apresentação** 10

## **Prefácio I**

Da Ambivalência da Financeirização aos Riscos Sistêmicos 11

*Pierre Salama*

## **Prefácio II**

Da Constituição Dirigente Invertida à Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil 14

*Gilberto Bercovici*

## **Estudo Introdutório**

A Dialética do Jogo Orçamentário-Financeiro no Brasil e o Plano de Organização do Livro 18

*José Celso Cardoso Júnior*

*Bráulio Santiago Cerqueira*

*Márcio Gimene*

## **Parte I**

**Fundamentos Teóricos e Históricos para o Estudo e Compreensão da Financeirização no Estágio Atual de Desenvolvimento do Modo de Produção, Acumulação e Exclusão Capitalista**

### **Capítulo 1**

A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos 38

*Miguel Bruno*

### **Capítulo 2**

Recursos Públicos para o Enriquecimento Privado: uma reflexão sobre o papel do Estado no atual padrão de acumulação (e o Brasil como paradigma) 77

*Leda Maria Paulani*

### Capítulo 3

Aporias da Política Monetária em Perspectiva Histórica 110

*Luiz Gonzaga Belluzzo*

*Licio da Costa Raimundo*

*Saulo Abouchedid*

### Capítulo 4

Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República 130

*Márcio Gimene*

*Daniel Negreiros Conceição*

*André de Melo Modenesi*

### Capítulo 5

A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público 148

*Daniel Negreiros Conceição*

*Fabiano Dalto*

### Capítulo 6

Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro 178

*Ana Carolina Nicacio*

*Pedro Rossi*

### Capítulo 7

A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento 192

*Ladislau Dowbor*

## Parte II

### **Dominância Fiscal-Financeira e Privatização da Esfera Pública no Brasil**

### Capítulo 8

Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI 222

*Ilan Lapyda*

### Capítulo 9

Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações ao desenvolvimento nacional 248

*José Celso Cardoso Jr.*

## Capítulo 10

Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização 282

*Eduardo Fagnani*

*José Celso Cardoso Jr.*

## Capítulo 11

A Financeirização Subsidiada: a consolidação do poder das finanças através dos recursos públicos 302

*Lucas Trentin Rech*

*Leandro Freitas Couto*

## Capítulo 12

O Desmonte do Estado por meio das Privatizações e Desnacionalização das Empresas Estatais Federais 320

*William Nozaki*

## Capítulo 13

Democracia Vilipendiada, Privatização e Desmonte de Políticas Públicas sob o Governo Bolsonaro 347

*Carlos Eduardo Santos Pinho*

*Arnaldo Provasi Lanzara*

## Capítulo 14

O Subfinanciamento do Estado Brasileiro e os Processos de Privatização e Financeirização dos Serviços Públicos 383

*Luiz Alberto Marques Vieira Filho*

## Capítulo 15

O Sistema da Dívida Aprofunda a Financeirização no Brasil 404

*Maria Lúcia Fattorelli*

## Capítulo 16

Endividamento das Famílias e Expropriação Salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além 420

*Denise Lobato Gentil*

*Miguel Bruno*

## Capítulo 17

Endividamento dos Servidores Públicos Brasileiros: armadilhas da expropriação salarial impulsionada pelo próprio Estado 445

*Miguel Bruno*

*Denise Lobato Gentil*

## Parte III

### Do Austericídio à Desfinanceirização e Desprivatização do Estado e das Finanças Públicas no Brasil

#### Capítulo 18

Sustentabilidade Fiscal e a Ilusão da Objetividade 466

*Emilio Chernavsky*

#### Capítulo 19

Austeridade Fiscal e Captura do Orçamento Público no Brasil 480

*Bruno Moretti*

*Francisco R. Funcia*

*Carlos O. Ocké-Reis*

#### Capítulo 20

Pandemia, Resposta Emergencial e os Riscos da Austeridade Fiscal no Brasil 497

*Rodrigo Octávio Orair*

#### Capítulo 21

Gasto Público com Pessoal Ativo na Federação Brasileira entre 2002/2020 517

*Gabriel Junqueira*

*Rodrigo Orair*

#### Capítulo 22

Gestão da Dívida Pública, da Liquidez e do Câmbio no Brasil, 2011 a 2019: custo fiscal e implicações para a superação da armadilha do baixo crescimento 534

*Luís Carlos G. de Magalhães*

*Carla Rodrigues Costa de Araújo*

*Kolai Zagbaí Joël Yannick*

#### Capítulo 23

O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal 556

*José Luís da Costa Oreiro*

*Helder Lara Ferreira Filho*

#### Notas Biográficas

585





# Apresentação

Rudinei Marques<sup>1</sup>

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

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

Ocorre que a hipertrofia da atividade fi-

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

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

Brasília, 24 de maio de 2022

Boa leitura a todos!

---

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

# Prefácio I

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

Pierre Salama<sup>2</sup>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# Prefácio II

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

Os autores conservadores criticaram a constituição brasileira com vários argu-

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

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

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

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

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

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

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

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



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

de amplos setores da vida nacional.

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

# Estudo Introdutório

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

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

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

*Márcio Gimene<sup>3</sup>*

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

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

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

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

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

1 Presidente da Afipea Sindical

2 Presidente do Unacon Sindical

3 Presidente da Assecor

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ▪ Plano de organização do livro

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

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

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

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

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

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

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

O capítulo terceiro, de **Luiz Gonzaga Belluzzo, Licio da Costa Raimundo, Saulo**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

de 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**José Celso Cardoso Jr.**

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

**Bráulio Santiago Cerqueira**

Presidente do Unacon Sindical

**Márcio Gimene**

Presidente da Assecor

# PARTE I

## **Fundamentos Teóricos e Históricos para o Estudo e Compreensão da Financeirização no Estágio Atual de Desenvolvimento do Modo de Produção, Acumulação e Exclusão Capitalista**

1. A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento Brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos.....	38
2. Recursos Públicos para o Enriquecimento Privado: uma reflexão sobre o papel do Estado no atual padrão de acumulação (e o Brasil como paradigma).....	77
3. Aporias da Política Monetária em Perspectiva Histórica.....	110
4. Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República.....	130
5. A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público.....	148
6. Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro.....	176
7. A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento.....	192

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

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

## Resumo

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

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

---

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

## 1. Introdução

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

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

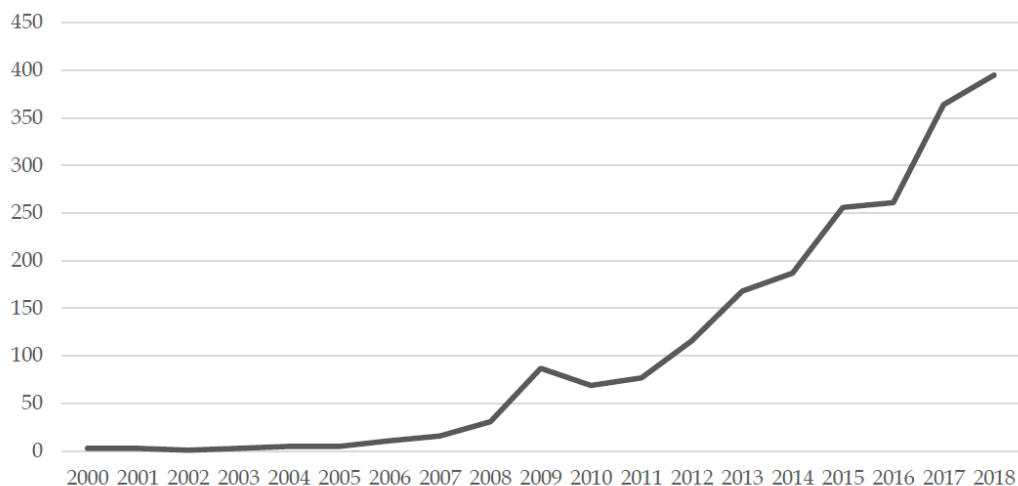
populações cujas economias foram globalizadas. E, desde então, tem sido crescente a aplicação do conceito de financeirização em Ciências Sociais para se compreender as causas e os efeitos desse fenômeno sobre o desenvolvimento socioeconômico e proporcionar subsídios para mudanças políticas e institucionais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

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

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

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

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



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

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

A crescente utilização do conceito de fi-

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

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



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

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

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

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

Como destaca Harribey (2000),

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

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

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

5 Tradução livre de Harribey (2000).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fonte: elaboração própria.

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

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

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

## 2.1 A financeirização: uma proposta de definição abrangente

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

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

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

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

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

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

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

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

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

detalhes.

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

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

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

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

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

---

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



## 2.3 O problema fundamental do investimento

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

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

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

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

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

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

## 2.4 Formas produtiva e improdutiva das alocações financeiras

Uma das questões fundamentais quando se analisa a financeirização em seus efeitos sobre a economia e a sociedade deriva de suas interdependências macroeconômicas e setoriais com o investimento. As

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

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

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

diminuem ou estagnam, desestimulando o investimento.

### 3. Indicadores Macroeconômicos de Financeirização

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

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

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

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

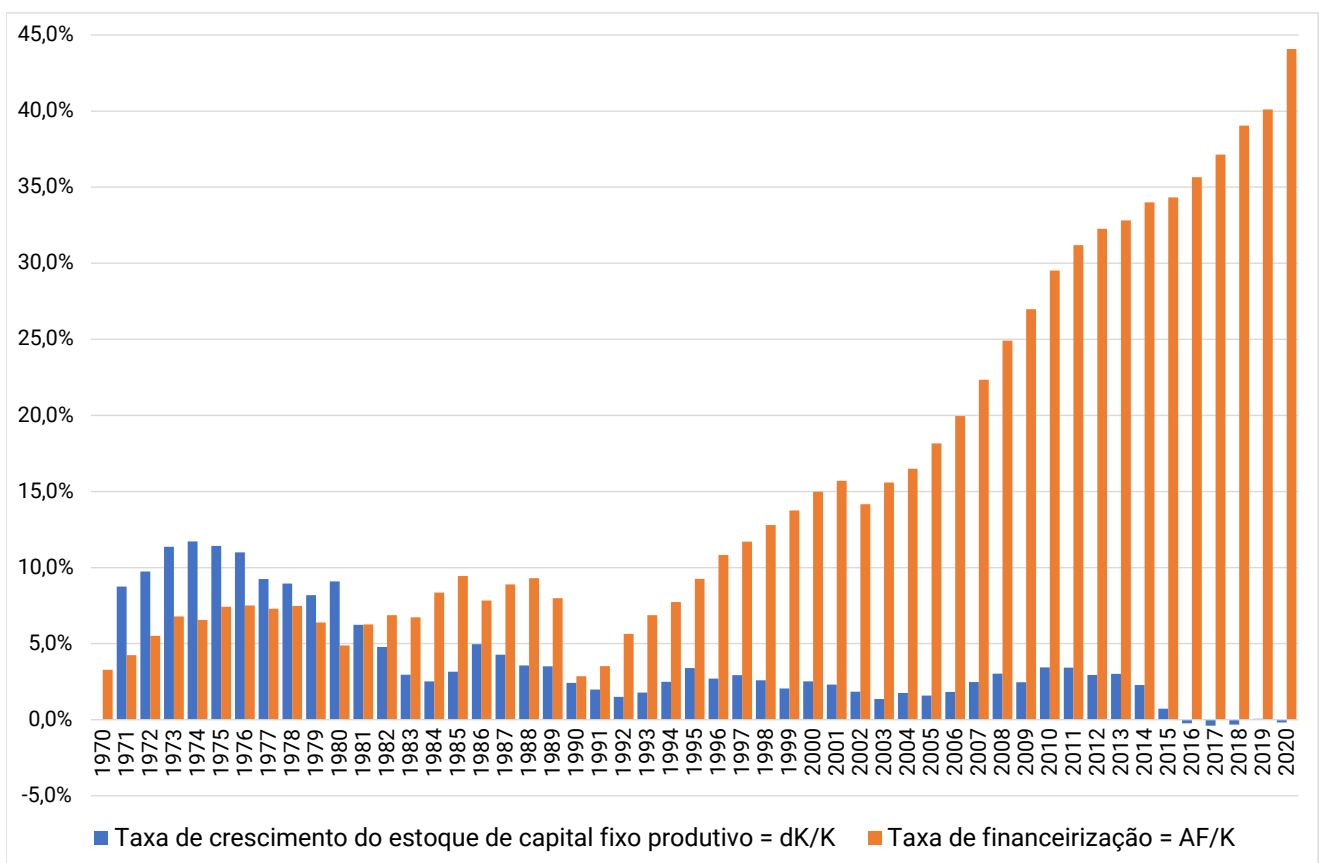
dexada, apesar de as taxas reais de juros serem ainda baixas. Esse segundo subperíodo caracteriza-se também pela forte concentração bancária que contribuiu para que o setor financeiro se tornasse o setor hegemônico na década subsequente.<sup>8</sup>

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

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

### Gráfico 2

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



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

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

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

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

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

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

**Tabela 1**

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

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

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

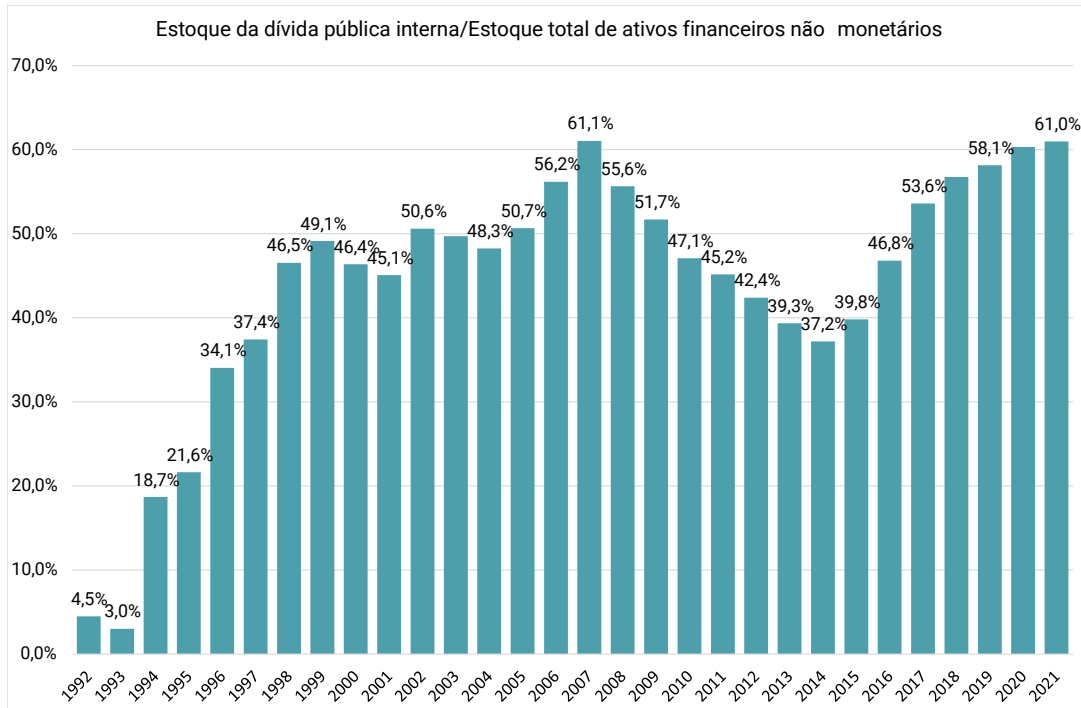
Fonte: cálculos próprios com base nos dados das Contas Econômicas Integradas do IBGE.

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

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

### Gráfico 3

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



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

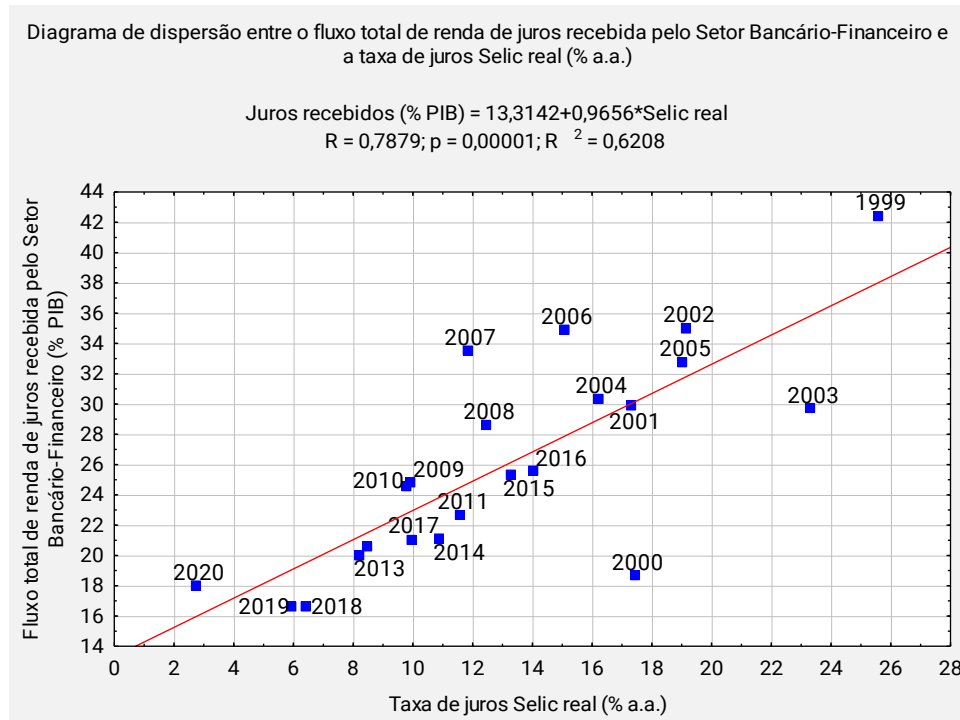
Nota: O percentual para 2021 é a média dos estoques nos 5 primeiros meses desse ano.

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

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

## Gráfico 4

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



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

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

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

Se o processo de desindustrialização da

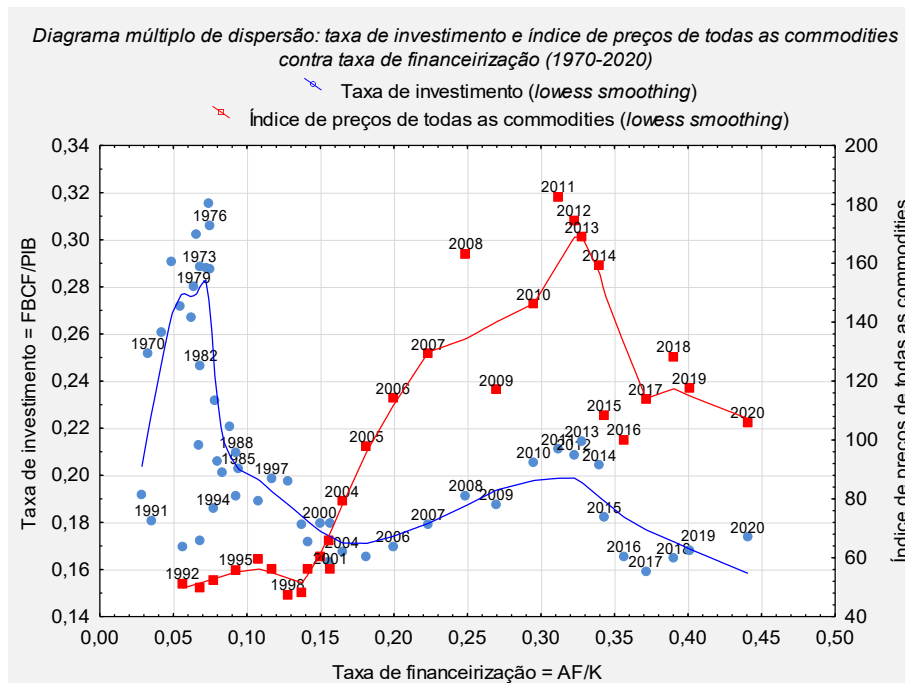
economia brasileira teve início nos anos 1980, a liberalização comercial e financeira dos anos 1990, sem política industrial e sem uma estratégia nacional de desenvolvimento, lhe imprimirá um ritmo acelerado e desintegrador das cadeias produtivas locais.

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

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

## Gráfico 5

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



Fonte: cálculos próprios com base nos dados do IBGE, IPEADATA e BCB.

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

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

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

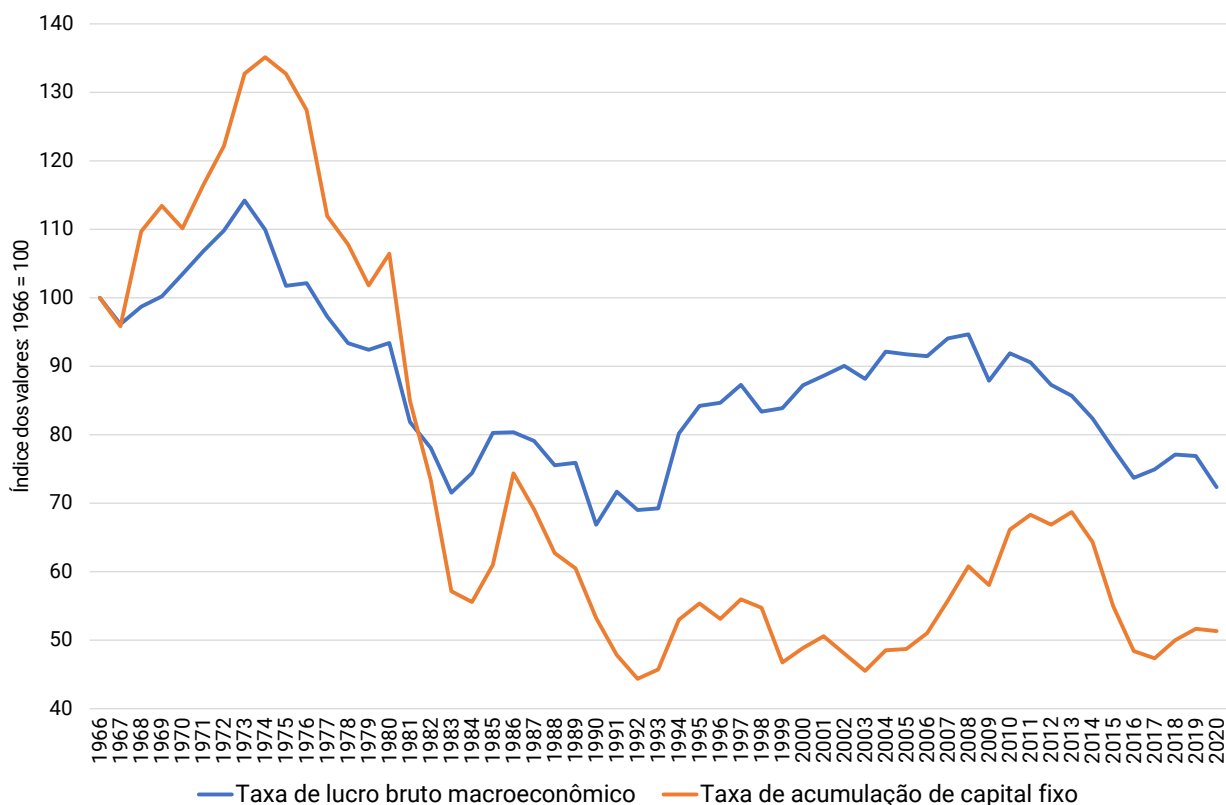
No subperíodo 2004-2013, ela volta a

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



**dominância da financeirização**<sup>10</sup>. Explica também como fases de recessão ou estagnação podem agora durar muito mais do que em épocas pré-financeirização, já que as grandes empresas do setor produtivo conseguem adiar investimentos e reduzir a produção com custos compensáveis por operações no mercado financeiro.

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

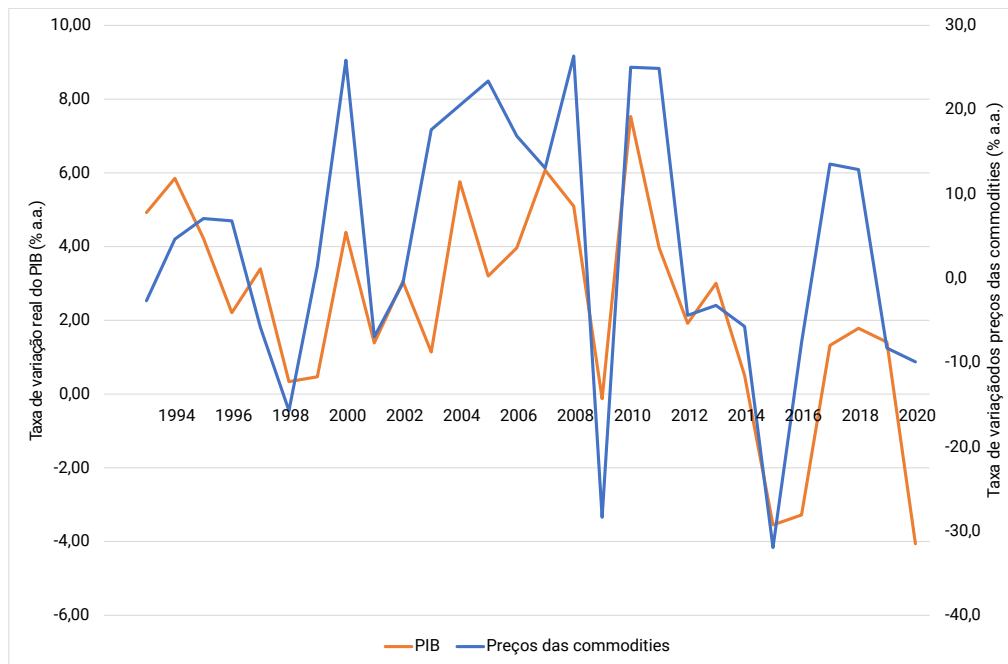


Fonte: elaboração própria com base nos dados do BCB e IPEA DATA.

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

## Gráfico 7

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



Fonte: IBGE e FMI.

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

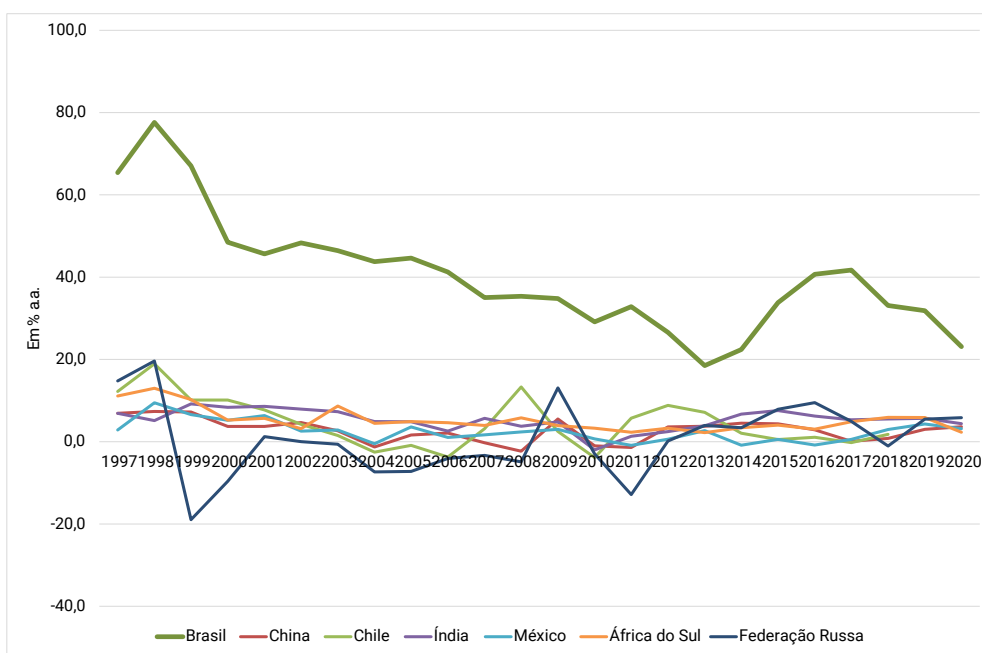
Com relação aos níveis das taxas médias reais de juros, a economia brasileira é, de fato, um ponto fora e muito acima da curva média dos BRICS,<sup>11</sup> México e Chile, plotados no Gráfico 8. As explicações para a causa dessa exorbitância das taxas reais de juros sempre foram insatisfatórias, centrando-se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

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

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

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

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

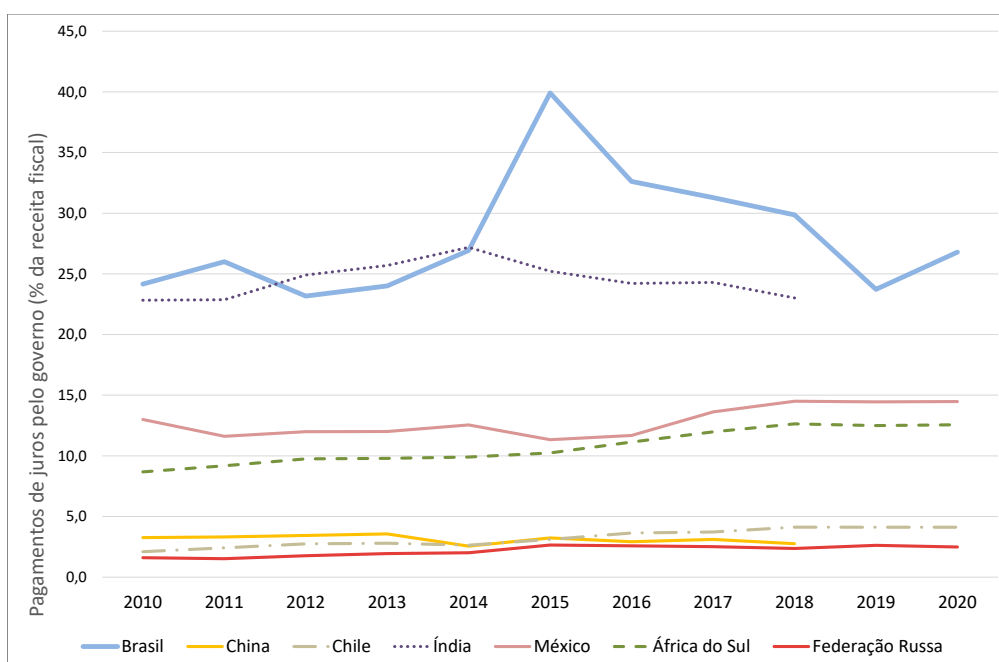


Fonte: World Bank Data.

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

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

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



Fonte: World Bank Data.

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

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

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

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

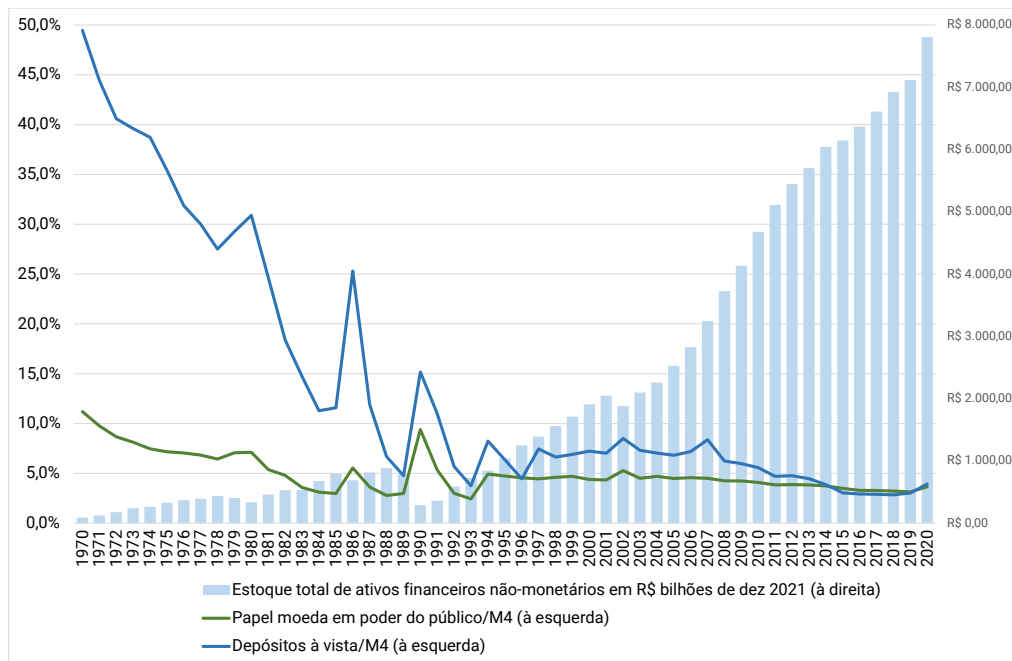
Esse comportamento seria esperado para o volume de papel-moeda em poder do público que, como se sabe, está sendo rapidamente substituído por dinheiro digital, cartões de débito e de crédito graças às novas tecnologias da comunicação e da informação, mas não para os depósitos à vista que são o primeiro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

---

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

## Gráfico 10

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



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

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

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

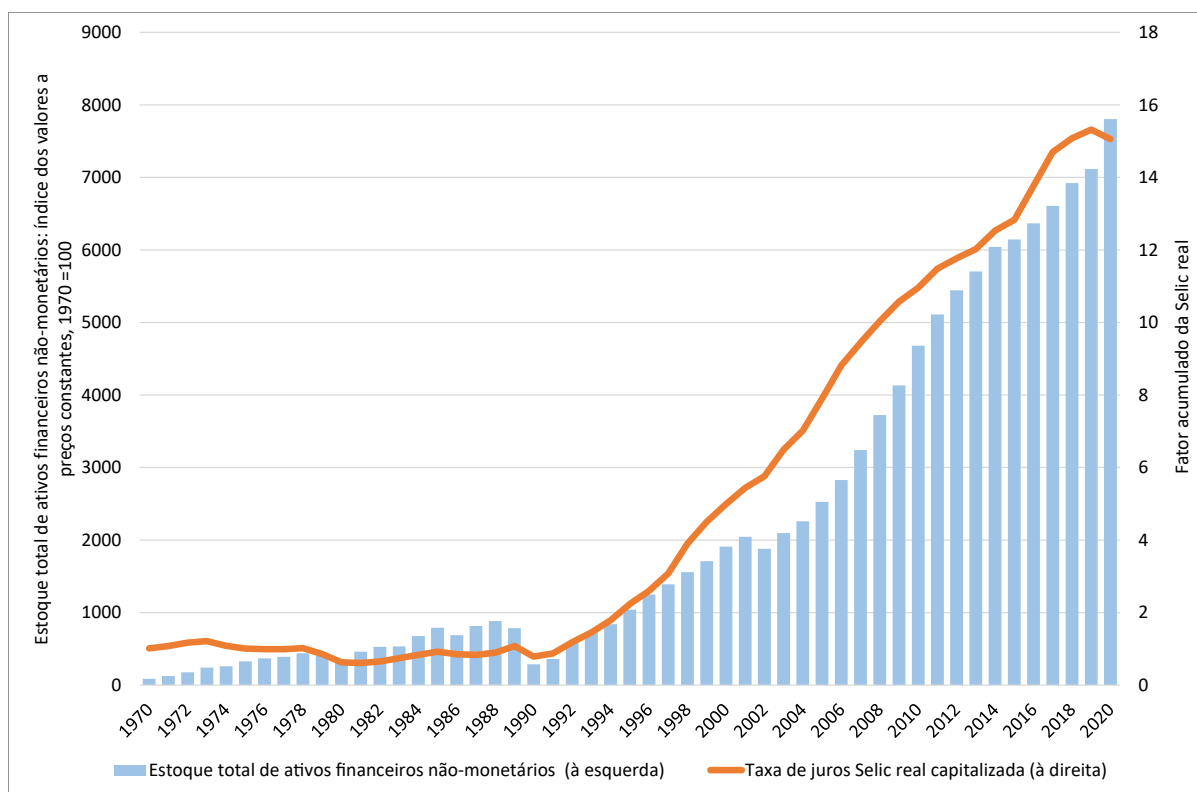
É nesse contexto que o endividamento público interno se torna, juntamente com o endividamento privado, os motores da acumulação rentista-patrimonial, e às expensas das condições financeiras que permitiriam ao Brasil dispor de um sistema bancário-financeiro efetivamente funcional e eficiente, mais adequado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

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

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

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

**Gráfico 11**  
**A Selic real capitalizada tornou-se uma das bases da acumulação rentista-financeira a partir dos anos 1990 no Brasil.**



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

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

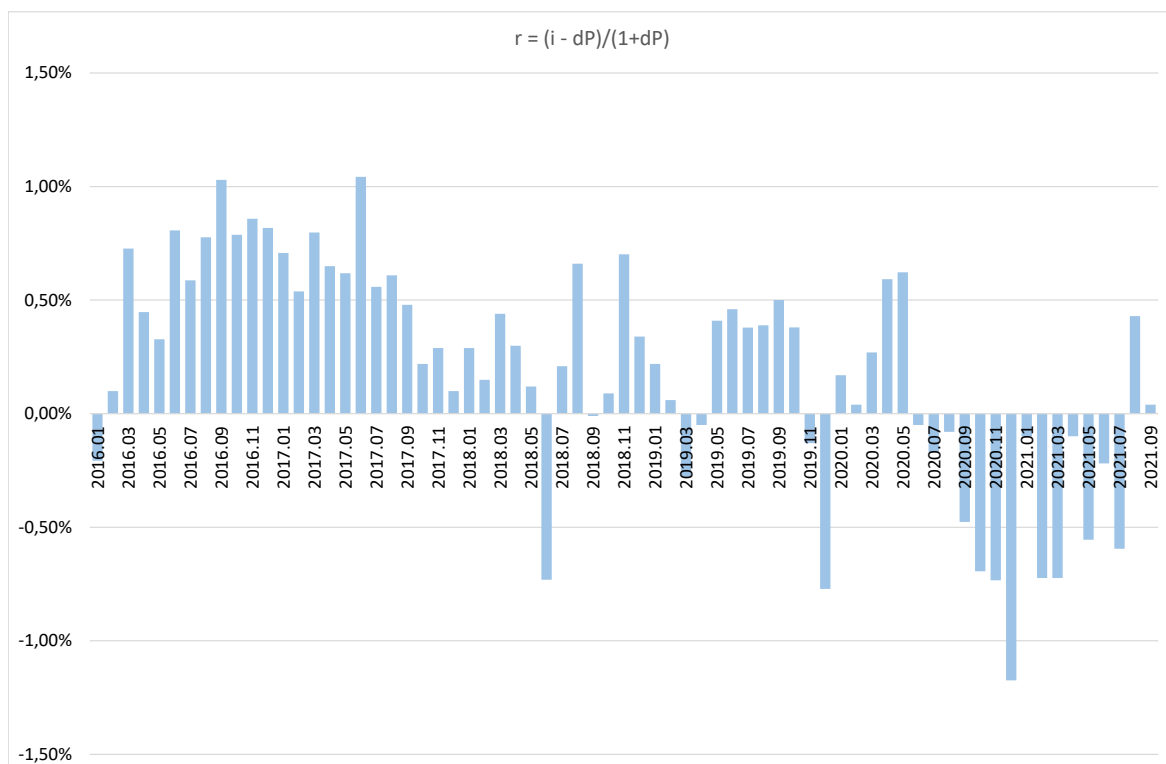
impostas e reproduzidas por esse processo que impõe ao Estado brasileiro e aos demais setores de atividade econômica os interesses dos grandes bancos nacionais e estrangeiros e dos detentores de capital que deles são sócios e principais beneficiários. São, portanto, o ponto de partida e o resultado do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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Como explicitado na seção 3.1, dividin-

---

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

16 Os grifos são nossos.



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

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

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

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

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

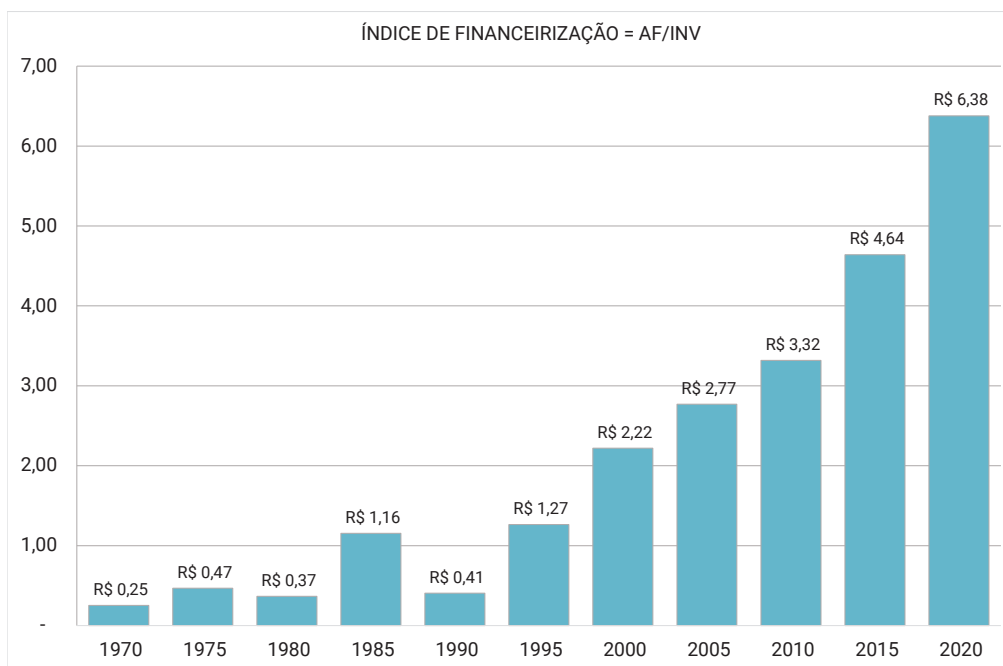
“A poupança investida nas transferências de propriedade de ativos já existentes é improdutivo; a poupança investida no financiamento do investimento das empresas é produtiva. A finança não é então neutra, mesmo a longo prazo, porque ela influencia a alocação da poupança entre esses dois tipos de alocação.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

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

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

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

**GRÁFICO 13**  
**O índice de financeirização:**  
**uma medida da substituição dos ativos de capital fixo**  
**produtivo por ativos financeiros.**



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

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

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

**Figura 1**  
**As consequências da financeirização como obstáculos**  
**estruturais ao desenvolvimento no Brasil.**



Fonte: elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Fonte: elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

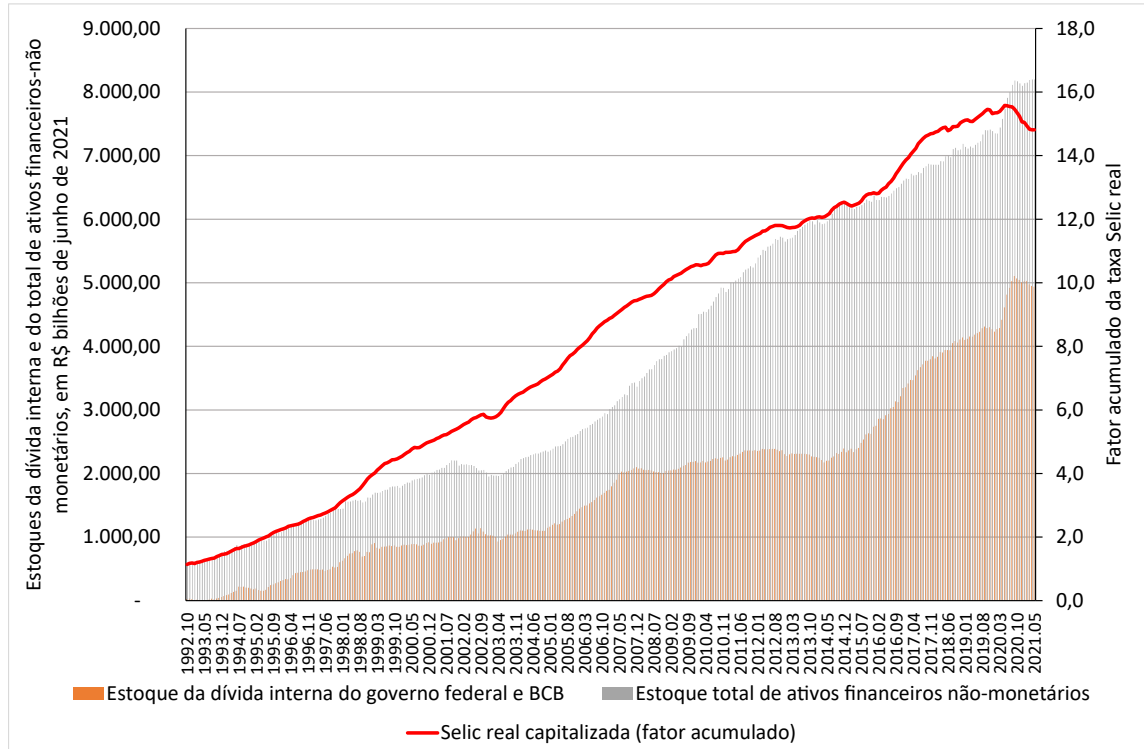
#### **4.2 Um indicador de captura do Estado: o endividamento público interno onerosamente financiado em termos de prazos e encargos**

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

---

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

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



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

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

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

## 5. Considerações Finais

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

(John Maynard Keynes, *A Teoria Geral*)

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

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

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

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



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

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

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

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

O terceiro cenário seria o pessimista e de-

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

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

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

## Referências

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2 Recursos Públicos para o Enriquecimento Privado: uma reflexão sobre o papel do Estado no atual padrão de acumulação (e o Brasil como paradigma)

*Leda Maria Paulani\**

### Resumo

A partir de uma abordagem que entende como contraditória a relação existente entre Estado e mercado, o artigo busca demonstrar que, dado o atual padrão de acumulação, o papel do primeiro tem sido, na maior parte dos casos, o de viabilizar a utilização de recursos públicos para fomentar o enriquecimento privado. A apresentação da relação entre os dois termos como sendo antinômica começa com Hegel e Marx e passa, entre outros por Pachukanis, Gramsci e o filósofo brasileiro Ruy Fausto.

Na discussão sobre o atual padrão de acumulação, a base é dada pelos trabalhos de David Harvey, com as contribuições de Wolfgang Streeck e François Chesnais. Um pequeno intermezzo discute o dinheiro hoje, sobretudo em sua função de dinheiro mundial, e em sua relação com a momen-

tosa Modern Money Theory (MMT).

Por fim, atrelada ao caráter contraditório da relação Estado x mercado e às especificidades do atual padrão de acumulação de capital, que tem na financeirização e nos expedientes de espoliação suas marcas características, discute-se a atuação do Estado nesse processo de dissipação e apropriação de recursos públicos que impulsiona o enriquecimento privado.

A análise aborda a história brasileira recente, sobretudo o processo de privatização e a política monetária (com seus impactos deletérios sobre a dívida pública) para mostrar o Brasil como um exemplo emblemático desse tipo predatório de acumulação capitalista na contemporaneidade.

---

1 \* Professora Titular (sênior) do Departamento de Economia da FEA-USP e pesquisadora do CNPq.

## 1. Introdução

O debate contemporâneo sobre as sociedades modernas e sua forma de produção e reprodução social da vida passa amiúde pelo par dicotômico *mercado X Estado* e pela indagação a respeito do papel deste último. Em tempos de exacerbação das práticas neoliberais pós-crise de 2008, confrontadas subitamente por uma crise sanitária de inusitada severidade (e dificilmente não vinculada à degradação ambiental em curso), tal discussão coloca-se na ordem do dia.

O pressuposto do par categórico que configura a citada contenda é a ideia de que o mercado representa os interesses *privados*, enquanto o Estado (entendido aqui como Estado nacional) estaria aí presente justamente para dar conta dos interesses *públicos*, ou seja, aqueles interesses que são de todos, ou, se quisermos, da sociedade enquanto tal. Seria este então o papel do Estado: servir de instrumento capaz de enfrentar os interesses privados, realizando tarefas em benefício de um “bem comum”.

Não é sem razão que se poderia tachar de simplista tal descrição do embate, até porque ele também poderia ser apresentado de modo inverso. Uma leitura marxista canônica, por exemplo, consideraria que o Estado está aí presente justamente para garantir a prevalência dos interesses privados expressos no processo de acumulação. Baseada no mote de que o “Estado é o comitê de negócios da burguesia”, rotularia não apenas de simplista, mas de ingênua a primeira percepção. Para tal visada, nada mais longe da realidade do que a ideia de que o Estado existe para fazer frente à força dos interesses privados. Seu papel seria justamente o de afirmá-los.

O que já foi dito parece suficiente para que se perceba que a relação que vincula mercado e Estado tem elevado grau de complexidade, não podendo ser adequadamente trabalhada por meio de um ra-

ciocínio dedutivo estrito, definições claras e fórmulas binárias. Como a sociedade moderna é assentada em contradições, que nascem no plano das relações materiais e atravessam todas as formas sociais que a constituem, é preciso avançar uma compreensão do fenômeno a partir de uma lógica que tenha a contradição como imanência. É nesta chave que o presente artigo pretende tratar da questão da utilização de *recursos públicos para o enriquecimento privado*. Tal fenômeno se coloca, sobretudo na atual quadra histórica do desenvolvimento capitalista, como uma possibilidade, dentre tantas, dos múltiplos desdobramentos que emergem do complexo de vínculos que une mercado e Estado.

No que se segue veremos inicialmente (seção 2) em quais marcos pode ser pautada adequadamente a citada relação. Começando pela contradição percebida por Hegel, traremos à cena, com a ajuda de Fausto (1987), elementos do que poderia ser uma teoria do Estado (e de seu papel) implícita na obra madura de Marx. O resgate dessa tradição intelectual lembrará também as contribuições de Pachukanis (2017) e Gramsci (2001), bem como as da *teoria derivacionista*, com destaque para Hirsch (1978). O trabalho de Mascaro (2013) também será utilizado. Na sequência (seção 3), enfocaremos a questão das características do atual padrão de acumulação, utilizando sobretudo os trabalhos de Harvey (2000; 2004). Contribuições adicionais de Chesnais (2016), Streeck (2018) e Paulani (2016a) também serão consideradas. Por fim (seção 4), a questão do enriquecimento privado a partir de recursos públicos será diretamente abordada, revelando o Brasil como paradigma dos movimentos desse tipo.

## 2. A dialética *mercado X Estado*

O primeiro autor importante a tratar a questão do Estado na chave que aqui elegemos, ou seja, aquela que entende a con-

tradição como imanente a esse objeto, foi G.W. F. Hegel, ainda no início do século XIX (seu *Princípios da Filosofia do Direito* é de 1817). Entendendo a sociedade civil (*bürgerliche Gesellschaft*) como o lócus de encontro dos interesses privados, esparsos por definição, Hegel vai enxergar o Estado como uma necessidade, como o elemento por meio do qual torna-se possível conferir unidade aos indivíduos, tornando efetivo, ao menos em alguma medida, o individualismo presente no primeiro espaço. Em outras palavras, para ele, sociedade civil e Estado são extremos que se opõem, mas, ao mesmo tempo, são momentos inseparáveis e se determinam reciprocamente. Trata-se aqui de algo como: sem indivíduo não há necessidade do Estado, e sem Estado o indivíduo não pode ser indivíduo.<sup>2</sup>

Na realidade, Hegel figura a sociedade civil, como a antítese da família, que em oposição ao caráter disperso da primeira, apresenta uma unidade, mas uma unidade que é avessa ao interesse puro e simples, pois baseada em afeto e sentimento. O Estado aparece como a síntese dos dois termos, “solucionando” essa contradição. Ele seria uma espécie de “corporação” particular, que é ao mesmo tempo a “corporação” geral, confundindo-se, nesse sentido, com a sociedade civil. Os termos Estado e sociedade civil não perdem, no entanto, seu caráter antitético, pois a existência mesma do individualismo, e, pois, a efetividade dos interesses privados, depende do Estado.

Assim, opondo-se ao pensamento contratualista que caracterizara os séculos XVII e XVIII, Hegel vai recusar a ideia de entender o Estado como um tipo de contrato, tal como aqueles permanentemente estabelecidos no âmbito da sociedade civil (as

trocadas que ocorrem no dia a dia dos mercados implicam a existência de um contrato, que pode ou não ser explícito, entre as partes que trocam). Muito diferente disso, de acordo com Inwood (1997), para Hegel, a condição plenamente desenvolvida (no sentido de racional) do homem, é a vida *no Estado*, a qual o coloca como *cidadão*.

Por trás das reflexões de Hegel estavam as revoluções contra a aristocracia e o absolutismo, que se espalhavam pela Europa.<sup>3</sup> Para o bem ou para o mal, tais revoluções tiveram por consequência a consciência do homem como gênero, que está sumariada no grito de guerra da revolução francesa e na declaração universal dos direitos do homem e do cidadão. É bem verdade que essa consciência não nasceu de modo direto, mas como exigência para a efetivação de interesses determinados, interesses da ascendente classe burguesa. Nascida assim, de modo oblíquo, essa consciência carrega a marca da contradição, que o Estado, na visão hegeliana, de alguma maneira “resolve”.

Marx vai recusar a solução hegeliana. Na *Crítica à Filosofia do Direito de Hegel*, que escreve em 1843, ele a qualifica de mística, já que Hegel teria ontologizado a ideia de Estado e invertido a ordem das coisas, criando uma consciência genérica efetiva antes da existência de um agente que a criasse. Para ele, cabe à própria sociedade a tarefa de realizar sua determinação genérica, acabando com a contradição entre Estado e sociedade civil, que está na base do mundo moderno. A dificuldade está em que a sociedade civil, tangida por relações materiais assentadas na propriedade privada, parece pouco capaz de levar a cabo essa tarefa, pois produz ela mesma a alie-

2 Na mesma chave, na Introdução da *Contribuição à Crítica da Economia Política*, que publica em 1859, Marx diz, referindo-se à sociedade burguesa: “O homem é, no sentido mais literal, um *zoon politikon*, não só animal social, mas animal que só pode isolar-se em sociedade” (MARX, 1978 [1859], p. 104). Há traduções que colocam “individualizar-se em sociedade”, ao invés de “isolar-se em sociedade”, o que é ainda mais indicativo da contradição em tela.

3 Neste e no próximo parágrafo, repriso ideias já desenvolvidas em Paulani (2012).

nação política, que a hipóstase da solução hegeliana evidencia.<sup>4</sup>

Uma década e meia depois de ter escrito sua crítica, Marx indicará, no prefácio da *Contribuição à Crítica da Economia Política*, de 1859, que foi estudando a filosofia do direito de Hegel que ele começou sua trilha em direção à Economia Política, ou seja, ao *materialismo*. Nesta passagem, ele fala justamente do Estado:

*“Minha investigação desembocou no seguinte resultado: relações jurídicas, tais como formas de Estado, não podem ser compreendidas nem a partir de si mesmas, nem a partir do assim chamado desenvolvimento geral do espírito humano, mas, pelo contrário, elas se enraízam nas relações materiais de vida, cuja totalidade foi resumida por Hegel sob o nome de “sociedade civil” (bürgerliche Gesellschaft), seguindo os ingleses e franceses do século XVIII; mas que a anatomia da sociedade burguesa (bürgerliche Gesellschaft) deve ser procurada na Economia Política” (MARX, 1978 [1859], p.129, grifos meus).*

No entanto, Marx, como se sabe, não deixou pronta uma teoria que nos trouxesse suas reflexões sobre o Estado a partir de suas descobertas sobre os fundamentos e a alma do capitalismo. Nos *Grundrisse*, o primeiro rascunho de *O Capital*,<sup>5</sup> previa-se um volume sobre o Estado, que se constituiria então no quarto livro; mas não chegou a ser escrito. Contudo, a começar da leitura canônica que Engels inaugura

(o Estado, qualquer que seja sua forma, é sempre uma máquina essencialmente capitalista), e que é de certa forma seguida por Lênin (MASCARO, 2013, p. 12), o desvendamento que Marx faz do caráter contraditório que marca o modo de produção capitalista ensejou uma longa e fecunda tradição de pensamento sobre o Estado.

Segundo Fausto (1987), cuja análise seguiremos mais de perto na sequência, se a questão é entender o Estado, Evguiéni Pachukanis, que escreve em 1924 um livro que vem a se tornar clássico,<sup>6</sup> fez a pergunta fundamental. Esse autor russo indaga a razão de a dominação de classe no capitalismo não permanecer o que ela é, a saber, a subordinação de uma parte da população à outra. Em outras palavras, ele se pergunta por que ela toma a forma de uma *dominação oficial de Estado*, uma dominação portanto exercida por um aparelho de poder público, que se separa da classe dominante e se apresenta como impessoal e destacado da sociedade.

A busca de uma resposta satisfatória a essa pergunta leva Pachukanis a questionar a ideia de que o Direito faça parte da superestrutura ideológica do modo de produção capitalista (ou de que faça parte apenas da superestrutura). Como lembra o mesmo Fausto (1987), foi esse autor quem, pela primeira vez, assinalou, partindo do próprio Marx, que a relação social que se estabelece no nível das trocas (no nível do mercado, portanto) não é apenas *econômica*, mas também *jurídica* (porque os agentes que trocam precisam se reconhecer

---

4 Sendo esse um texto do jovem Marx, é surpreendente como ele já indica aí uma contradição cujo potencial explicativo ele vai explorar ao limite em sua obra da maturidade. Ainda sem fazer qualquer referência à antítese substantiva que ele detectará mais tarde entre o capital e o trabalho, ele indica a contradição que existe entre, de um lado, afirmar a essência genérica do homem tal como na declaração dos direitos do homem e do cidadão, e, de outro, apoiar esse ecumenismo numa estrutura social que tem seus pilares fincados na propriedade privada, não genérica por definição.

5 Para uma apresentação detalhada dos diversos rascunhos que *O Capital* ensejou por parte de seu autor, veja-se Heinrich, 2013.

6 *Teoria Geral do Direito e Marxismo* (edição brasileira, 2017, Boitempo).



mutuamente como proprietários privados). Nesse sentido, vai afirmar Pachukanis “o Estado não é apenas uma forma ideológica, ele é, ao mesmo tempo, uma forma de ser social” (2017, p. 89). Isto posto, a superestrutura política e a vida política do Estado seriam momentos derivados da sociedade civil.

Em seus *Cadernos do Cárcere*, Antonio Gramsci faz uma pergunta que vai além daquela formulada por Pachukanis (e chega a resultados aparentemente inversos aos do pensador russo). Não se trata apenas de saber por que a dominação tem que tomar a forma de uma dominação oficial de Estado, mas principalmente de que modo tal dominação se mantém. Ressalvando que não se trata aqui de explorar toda a riqueza das contribuições do autor italiano, menos ainda sua imensa fortuna crítica, vale lembrar muito sumariamente as repostas que ele encontra para essa segunda pergunta, colocando o foco em sua forma de ver o Estado.<sup>7</sup>

Na matriz gramsciana, como se sabe, a hegemonia da classe dominante (a burguesia) é exercida principalmente por meio de uma liderança moral e intelectual, que opera no seio da sociedade civil e engendra o consentimento. Esse aparelho hegemônico no âmbito da sociedade civil se agrega ao aparelho coercitivo, típico do Estado. É no equilíbrio contraditório entre força e consenso que transcorre o exercício da *hegemonia*. Vale citar o próprio Gramsci: “O exercício ‘normal’ da hegemonia (...) caracteriza-se pela combinação da força e do consenso, que se equilibram de modo variado, sem que a força suplante em muito o consenso, mas, ao contrário, tentando fazer com que a força pareça apoiada no consen-

so da maioria” (2000 [1932-34], Caderno 13, §37, vol. 3, p. 95).

O consenso se assenta no predomínio das normas e valores da classe dominante sobre as demais classes. Os princípios, pensamento e modo de vida burgueses são difundidos por toda a sociedade, influenciando gostos, comportamentos e costumes. E, ainda que o Estado seja o terreno onde, em princípio, se estabelece a outra ponta do par dicotômico força/consenso, vai caber a ele um papel essencial também nessa máquina de persuasão. “A classe burguesa põe-se a si mesma como um organismo em contínuo movimento, capaz de absorver toda a sociedade (...); toda função do Estado é transformada: o Estado torna-se ‘educador’” (GRAMSCI, 2000 [1931-32], Caderno 8, §2, vol. 3, p. 271).

Mas, para conseguir esse resultado, o pensador italiano alarga o escopo do que deve ser entendido por Estado, nele incluindo, além do aparelho de governo, também organizações, segundo ele, “ditas privadas”, como sindicatos, escolas, partidos, igreja, em poucas palavras, a própria sociedade civil (LIGUORI, 2017, p. 262).<sup>8</sup> Para Gramsci, esses dois planos — a sociedade política, que detém o monopólio da força, e a própria sociedade civil com seus aparelhos ideológicos promotores do consenso — formam dialeticamente o “Estado integral” ou “Estado ampliado”.

Assim, se Pachukanis abraça uma concepção em que o Estado, através da relação jurídica implícita nos contratos, está presente também no plano da infraestrutura material, não podendo ser reduzido ao plano da superestrutura ideológica, Gramsci vai enfatizar, como quer Carnoy (1988, p.

7 O pequeno arrazoado que se segue baseia-se em CARNOY (1988), no verbete “Estado” do *Dicionário Gramsciano*, escrito por Guido Liguori, e em leituras muito esparsas dos *Cadernos do Cárcere*. Algumas considerações sobre Gramsci feitas em Paulani (2010) e em Almeida Filho e Paulani (2011) também são retomadas.

8 “Mas isto significa que por ‘Estado’ deve-se entender, além do aparelho de governo, também o aparelho ‘privado’ de hegemonia, ou sociedade civil” (GRAMSCI, 2000 [1930-32], Caderno 6, §137, vol. 3, p.254-55).

93), a supremacia da infraestrutura ideológica sobre a estrutura econômica e, por meio dos aparelhos “privados” de hegemonia, vai ver o Estado como sendo constituído pela própria sociedade civil. É bem verdade que o escopo em que concebem o termo “sociedade civil” é diferente nos dois teóricos, sendo mais restrito no primeiro. Todavia, não deixa de ser esse um resultado interessante e certamente indicativo do caráter inequivocamente contraditório do Estado nos marcos do capitalismo.

A concepção de Gramsci tem inúmeros adeptos e grande influência até os dias de hoje. No que concerne à forma de ver o Estado, contudo, vai surgir, nos anos 1970, uma escola que inverte novamente o jogo. Os autores a ela filiados, em sua maioria alemães, voltam a considerar as formas sociais que se alojam no âmbito das relações materiais da sociedade civil como elementos determinantes, concebendo toda a vida política, incluindo o Estado, como derivados dessa instância da vida social. Não por acaso a teoria produzida por tal escola, que vai ter em Joachim Hirsch seu principal teórico, vai ganhar justamente o nome de *teoria derivacionista*.

O principal objetivo dos derivacionistas era compreender de modo mais preciso a relação de fato existente entre o Estado e o processo capitalista de acumulação. Não lhes parecia suficiente tomar o Estado como instrumento genérico de dominação de classe. Seus teóricos vão por isso retomar a pergunta de Pachukanis sobre a razão de o Estado apresentar uma configuração separada da sociedade e das classes sociais, acrescentando ainda uma indagação adicional sobre as consequências de tal feitio para o desenvolvimento institucional e político. Para tanto mostrou-se necessário derivar das formas sociais constitutivas da relação capitalista, sobretudo da forma-mercadoria, a forma política e, a partir dela, o próprio Estado.

Na interpretação de Mascaro (2013), com

a generalização das trocas “*levantam-se então também uma forma jurídica e uma forma política estatal, específicas historicamente*” (p. 21). A primeira é o *sujeito de direitos*, uma figura que só se consolida onde a troca e, nessa medida, a forma-mercadoria já dominam plenamente o processo de reprodução material da sociedade. A segunda também tem que ver com o domínio da forma-mercadoria, já que este exige a presença do *dinheiro*, o qual requer a constituição de um espaço, em princípio externo aos agentes que trocam, onde sua capacidade de funcionar como equivalente geral seja garantida. Esse espaço é o Estado, que constitui então “o núcleo material da forma política capitalista” (MASCARO, 2013, p. 38).

“*Somente quando as classes economicamente dominantes não tomam diretamente nas mãos o poder político, é que se torna possível a própria sociabilidade do capital*” (MASCARO, 2013, p. 23). Mas essa forma terceira, “pública”, implica um processo inerentemente contraditório: porque separado do poder econômico, o poder estatal pode, por exemplo, em determinadas circunstâncias, operar de modo disfuncional ao próprio movimento de valorização.

Para Hirsch, por isso, o Estado é sempre “*intervencionista*”. Mas isso não significa que ele seja uma instância todo-poderosa, capaz de regular a totalidade da vida social, monitorar e evitar crises etc. Em trabalho de 1978, ele deixa claro que a autonomia pertence ao processo de reprodução ampliada do capital, que reproduz correntemente seus pressupostos sem requerer qualquer ajuda externa consciente, ou seja, sem a necessidade de intervenção do “político”.

Em resumo, se é verdade que a permanência do processo de reprodução capitalista pressupõe o Estado como essa “instância especial” (seja para garantir a atuação do equivalente geral, seja para afirmar os agentes da troca como sujeitos

de direitos), não se pode esquecer que tal instância nasceu das entranhas da forma-mercadoria e da acumulação capitalista que ela produz. O Estado só pode se manter em sua determinação própria se estiver garantido o processo de reprodução material como processo de valorização do capital, que opera através do *mercado*. Esses dois termos estão ao mesmo tempo unidos e separados e esta separação/união se realiza apoiada em conflitos sociais permanentes, formando uma totalidade contraditória.

Num texto de 1987, Fausto vai asseverar que as tentativas de elaborar uma teoria marxista do Estado não tinham sido bem-sucedidas, e isto porque pretendeu-se analisá-lo *“não através de uma análise das formas, mas a partir do conteúdo representado sobretudo pelas oposições de classe”* (FAUSTO, 1987, p. 288). Uma exceção seria justamente o livro de Pachukanis, anteriormente citado. Na sequência ele faz menção aos derivacionistas, dizendo que eles retomam a problemática do Estado em bases lógicas mais sólidas.

Todavia, Fausto considera que, apesar dos avanços produzidos pelo pensador dos anos 1920 e pela escola dos anos 1970, ainda não havia um desenvolvimento satisfatório sobre o tema. Para ele, apesar de Marx não ter chegado a desenvolver a teoria do Estado que previra, há em sua *magnum opus* uma teoria implícita do Estado capaz de levar a resultados mais rigorosos: *“A apresentação de O Capital não põe o Estado (...) E, entretanto, as categorias de O Capital contêm implicitamente, isto é, pressupõem (...) uma teoria do Estado”* (Fausto, 1987, p. 287-288, itálicos do autor).

Ao desvelar a teoria do Estado que, para Fausto, há implicitamente em *O Capital*, ele faz das contradições originárias do modo de produção capitalista o cerne de suas considerações, as quais mobilizaremos

agora. O autor principia lembrando que a circulação simples, que Marx apresenta na seção I do Livro I, é a aparência do sistema. Como vigora aí, nessa que é a esfera do mercado e das trocas, a lei segundo a qual valor se troca por valor igual, os agentes que trocam aparecem como indivíduos iguais. Mas essa aparência vai ser negada pela essência do sistema quando, nas seções seguintes, primeiro, a força de trabalho se transforma em mercadoria e, depois, o capital vai se desenvolvendo em giros que vão se encadeando e reproduzindo de forma ampliada o movimento de valorização.

Assim, quando o processo de produção capitalista se apresenta como um movimento contínuo, deixam de existir quaisquer traços de equivalência, de igualdade e de apropriação pelo trabalho próprio, os quais se tornam então mera aparência. Em outras palavras, a circulação de mercadorias põe positivamente uma aparência que a essência do sistema nega. Para Fausto, *“é essa interversão, contradição, que tem de ser o ponto de partida para a apresentação do Estado capitalista”* (1987, p.293). Assim, para ele, é o fato de, na aparência, não existir contradição e nem mesmo classes, apenas indivíduos, que exige que se confira rigor à afirmação de que o Estado precisa ser apresentado a partir da contradição entre burguesia e proletariado. Considerado, portanto, a partir das formas, *“o desenvolvimento do Estado se faz (...) a partir da relação contraditória entre aparência e essência”* (idem, p. 294).

Fausto (1987) vai então desenvolver o Estado tomando a esfera da circulação como ponto de partida. Num primeiro passo, ele se refere à observação de Marx sobre a necessidade que têm os proprietários de mercadoria de reconhecerem-se mutuamente como proprietários privados.<sup>9</sup> Lembrando

9 “As mercadorias não podem por si mesmas ir ao mercado e se trocar. Devemos, portanto, voltar a vista para

que Pachukanis fora o primeiro a perceber isso, Fausto indica que a relação entre indivíduos iguais que trocam suas mercadorias tem também uma face jurídica. A forma jurídica desse mútuo reconhecimento é o *contrato*, que pode ou não ser legalmente desenvolvido, mas tem de se basear na vontade dos agentes.

Assim, o que o Estado faz é pôr o direito, uma relação jurídica interior à sociedade civil (e nesse sentido “anterior” ao Estado),<sup>10</sup> como Direito que emana do Estado. Para Fausto (1987), que continuamos a acompanhar, a relação jurídica que está vinculada à relação de troca pressupõe a lei, mas quem a põe é o Estado. E por que isso precisa ser feito? A resposta é que a violência fundadora do sistema capitalista, consistindo na expropriação de trabalho não pago, precisa ser posta como lei para conseguir operar. O Estado, como portador das garantias jurídicas, é, portanto, fundamental. Ele põe na aparência a igualdade dos contratantes, para que a desigualdade essencial funcione: “*O Estado guarda apenas o momento da igualdade dos contratantes negando a desigualdade das classes, para que, contraditoriamente, a igualdade dos contratantes seja negada e a desigualdade das classes posta*” (FAUSTO, 1987, p. 299-300).

Ora, pondera Fausto, uma lei que só se realiza pelo seu contrário é uma lei que só se efetiva pela transgressão. Se a identidade da lei se interverte no seu contrário, é preciso negá-la para salvá-la. Portanto, Estado e ideologia são necessários porque têm de funcionar como os guardiões de uma lei que está permanentemente sob

a ameaça de violação. Essa tarefa, o Estado a realiza através da força material e da violência. Por isso, para nosso autor, “*o Estado configura a ilusão da sociedade civil*” (1987, p. 304). Pondo o primeiro momento (da igualdade) como lei, o Estado o separa do segundo momento, permitindo a intervenção (e a continuidade da desigualdade e da violência do capital). Mas essa operação envolve também um certo grau de desmistificação, já que a essência, de certa forma, aparece como violência do Estado (que o próprio Estado, no entanto, vê como contra violência – a violência que ele exerce para impedir a violência maior da transgressão à lei).

Num segundo passo, Fausto vai lembrar que, considerado o Estado, a sociedade dos contratantes deixa de ser apenas o momento da universalidade abstrata (dos átomos iguais ligados pelo laço externo do contrato), pois aqui há também o momento em que os indivíduos aparecem como *cidadãos*. O que ocorre é que o Direito posto pelo Estado supõe uma totalidade diferente daquela que é reconhecida no âmbito da sociedade civil; ele supõe uma totalidade que é primeira em relação aos indivíduos, pois é só através do Estado que eles podem ser postos como cidadãos (no caso dos direitos dos agentes que trocam, ao contrário, a totalidade é segunda: a sociedade civil é resultado do conjunto dos proprietários de mercadoria, unidos pelas trocas). O Estado encarna assim um universal concreto ilusório, uma *comunidade*.<sup>11</sup> Essa comunidade personificada pelo Estado é ilusória porque oculta o concreto efetivo

---

seus guardiões, os possuidores de mercadorias (...). Para que essas coisas se refiram umas às outras como mercadorias, é necessário que seus guardiões se relacionem entre si como pessoas (...) de tal modo que (...) cada um apenas mediante um ato de vontade comum a ambos, se aproprie da mercadoria alheia enquanto aliena a própria. Eles devem, portanto, reconhecer-se reciprocamente como proprietários privados” (MARX, 1983[1867], p. 79).

10 Fausto (1987, p. 296) entende aqui por “sociedade civil”, na trilha de Pachukanis, aquilo que o autor russo atribui ao próprio Marx e, antes dele, a Hegel, a saber: as relações de produção, em conjunto com sua expressão jurídica.

11 Não custa lembrar a aderência desse tipo de visão do Estado às observações de Benedict Anderson em torno da Nação como *comunidade imaginada*. Veja-se Anderson, 2005.

das classes particulares que se defrontam (e que constituem a essência — violenta, porque baseada na expropriação — da sociedade civil).

Mas se o pressuposto para o funcionamento do Estado é tal comunidade, que, segundo Fausto, é algo que se coloca no nível das determinações antropológicas gerais, o Estado precisa ser capaz de conferir a essa coletividade imaginada o seu momento de verdade. O fato de a comunidade pressuposta ao Estado ser ilusória não significa que ela deva ser completamente ou vulgarmente negada. Ao contrário, é preciso que opere aqui uma *Aufhebung*, ou seja, o movimento de uma *negação que conserva* — ou a ilusão se desnudará.

Assim, o Estado tem que funcionar, em primeiro lugar, como guardião da identidade posta pela igualdade que aparece no âmbito da sociedade civil (na esfera do mercado, portanto), e ele faz isso pondo como Direito o direito dos agentes nas trocas. Mas para fazê-lo ele precisa encarnar a comunidade ilusória pressuposta a esses agentes e suas operações. Surge assim um segundo papel para o Estado, que é o de conferir alguma efetividade a essa comunidade pressuposta, sem o que a ilusão pode se desfazer. Segundo Fausto (1987), sobre essa segunda função, Marx não deixou muitas pistas. Contudo, de acordo com nosso autor, ao longo da história capitalista, o Estado nunca se limitou à sua função de gendarme. Assim, é possível utilizar o movimento das categorias tal como até aqui exposto para refletir sobre esse segundo papel.

Dizer que o Estado precisa conferir alguma verdade à comunidade pressuposta à sua própria atuação implica, segundo o mesmo Fausto (1987), que ele funcio-

ne também como uma força de equilíbrio (concorrendo, nessa medida, com as forças internas ao sistema, que caminham quase sempre em direção a crises e rupturas).<sup>12</sup> Assim, a existência mesma do Estado implica mudanças também no âmbito da sociedade civil, pois sua atuação vai colocar no nível da aparência não mais a igualdade que caracteriza os átomos que trocam, mas a diferença.

Esse é o resultado necessário quando o Estado toma medidas para assistir aos economicamente vulneráveis, e mais ainda quando reconhece, através, por exemplo, de leis trabalhistas, a desigualdade de partida existente na relação de troca quando seu objeto é a força de trabalho. O próprio sistema desmistifica assim sua aparência, desmistifica, mas, continuando com Fausto (1987), sem chegar a revelar a contradição de classe. Apesar de mais próxima, se se quiser, da essência, essa diferença que agora aparece continua a ocultar a contradição (afinal trata-se apenas de uma diferença, quase um acidente, que o Estado pode “resolver”).

Tudo se passa, portanto, como se o sistema fosse obrigado, pela revelação progressiva da não verdade da igualdade que a atuação do Estado provoca, a admitir a diferença. O Estado se apresenta não mais como um árbitro entre iguais, mas como tendo também a tarefa de corrigir as diferenças, aparecendo por isso como *comunidade econômica*. “Ele deve zelar não só para que cada um tenha as garantias das partes iguais do contrato, ele deve, ao mesmo tempo, garantir o bem-estar (*welfare*) de cada um” (FAUSTO, 1987, p. 321).

O Estado, conclui Fausto, pressupõe *funções comunitárias* e representa, nessa medida, o *interesse coletivo*. **É, portanto, inú-**

12 Sobre isso diz Fiori (2014, p. 26): “... o poder atua dentro do capitalismo como se fosse uma energia escura que anula o efeito da gravidade entrópica das crises, relançando e acelerando a acumulação capitalista a cada nova grande dificuldade enfrentada pelo sistema”.

**til supor que tudo se deva aos interesses das classes burguesas e/ou às necessidades da acumulação. Só que ele representa os interesses coletivos no interior do modo de produção capitalista, o que nega sua função comunitária, pois ele se ajusta assim às exigências da dominação e da exploração de classe. A contradição fundante do sistema aparece no nível concreto do Estado. É só através dessa determinação contraditória que se pode compreender adequadamente o papel do Estado no capitalismo.** Assim, o Estado não é, como quer Engels, qualquer que seja sua forma, “uma máquina essencialmente capitalista”, ou melhor, ele é, mas ele é não sendo.

### **3. O atual padrão *financeirizado* de acumulação capitalista**

Definidos os marcos a partir dos quais se deve considerar a relação Estado x mercado, cabe introduzir as determinações que definem o padrão de acumulação que atualmente preside o processo capitalista. Trata-se, por assim dizer, de apresentar o terreno onde hoje atua o Estado para, a partir daí, repensar suas formas de operação e de reprodução das contradições que lhe são imanentes.<sup>13</sup>

Em livro escrito ao final dos anos 1980,<sup>14</sup> David Harvey advogou a tese de que estaria se configurando uma nova organização do capitalismo, com a ascensão de formas culturais pós-modernas e modos flexíveis de produção. Pouco mais de uma década depois, para estudar o que ele chama de

“novo imperialismo”, ele vai tratar do papel do Estado nesse novo padrão.<sup>15</sup> Seu principal objetivo com essa análise é a compreensão das bases nas quais se assenta o *imperialismo americano* e as fórmulas que vêm mantendo os EUA como nação hegemônica. Apesar desse foco aparentemente distante de nossos objetivos, sua análise do papel hoje desempenhado pelo Estado é extremamente útil para nós, até porque as profundas transformações vividas pelo sistema capitalista nas últimas décadas estão diretamente relacionadas aos reveses e dilemas experimentados pela economia estadunidense. Vamos então retomar aqui as considerações de Harvey como base de nossa análise, agregando-lhe, na sequência, as observações de Chesnais (2016), Streeck (2018) e Paulani (2016a).

Para Harvey (2004), dois elementos são fundamentais no capitalismo contemporâneo: i) a lógica capitalista do poder (onde o Estado está necessariamente presente) e ii) o que ele chama de “acumulação por espoliação” (onde o Estado também aparece e tem papel decisivo). Vamos nos deter em cada um deles mais à frente. Mas é preciso antes apresentar a tese que está por trás da importância conferida a esses dois elementos, qual seja, a *tendência crônica do capitalismo à sobreacumulação*.<sup>16</sup> Segundo Harvey, o sistema possui uma vocação irrefreável para produzir capital em excesso. Isso significa que ele produz recorrentemente muito mais capital do que as oportunidades existentes de valorizá-lo por meio da produção (isto é, da produção de valor novo e, portanto, também de valor exce-

---

13 Nos próximos parágrafos, retomo argumentos já desenvolvidos em Almeida Filho e Paulani (2011).

14 O livro é *The Condition of Post-Modernity*, publicado em 1989 (edição brasileira em 1992, pela Loyola; a edição aqui utilizada é a 9ª, do ano de 2000).

15 O livro agora é *The New Imperialism*, escrito em 2003 (edição brasileira em 2004, pela Loyola).

16 Harvey desenvolve essa tese nos capítulos 6 e 7 de um livro de grande densidade teórica que publicou em 1982: *Limits to Capital* (edição aqui utilizada é a segunda, de 2006). Em Harvey (2017), o autor desenvolve a mesma tese de forma mais acessível.

dente).<sup>17</sup>

E qual é a relação que existe entre os dois elementos determinantes do capitalismo contemporâneo anteriormente apontados e a tese da tendência sistêmica à sobreacumulação? É que tais características são fundamentais quando se trata de discutir os meios que são hoje mobilizados no enfrentamento dessa tendência. Tratemos então do primeiro elemento, a *lógica capitalista do poder*.

Para esse autor britânico, o desenvolvimento capitalista e a reprodução social do sistema global guardam relação com duas lógicas: i) a lógica do território, que se estabelece no âmbito do poder político (no âmbito do Estado, portanto), e ii) a lógica do capital, assentada no movimento perpétuo de busca de valorização (que Harvey chama de “interesses diretos moleculares do capital”).

Essas duas lógicas se opõem por várias razões: o poder busca sua própria manutenção enquanto poder e, de preferência, seu aumento, o que implica manter ou aumentar a relevância de seu Estado perante os demais Estados; o capital busca valorizar-se, o que implica efetivar aplicações onde quer que possa haver lucro; o poder busca vantagens coletivas, sendo em algum sentido responsável perante uma comunidade de cidadãos; o capital procura vantagens individuais; e *last but not least*, o poder opera num espaço territorializado (está confinado a fronteiras territoriais fixas — ele não pode “migrar”) e, nas democracias, numa temporalidade ditada pelo ciclo eleitoral; o capital opera no tempo e espaço contínuos (as empresas capitalistas vêm e vão, mudam de localização, se fundem en-

tre si, ou encerram operações) e procura incessantemente romper as barreiras físicas que estorvam a livre circulação de mercadorias e, portanto, de valor e de capital (o incrível desenvolvimento das indústrias do transporte e da comunicação, que atravessou o século XX e continua com grande dinamismo neste início do XXI, seria evidência dessa necessidade vital).<sup>18</sup>

Sendo assim, as duas lógicas não têm em princípio qualquer relação direta uma com a outra. Por suas características opostas, em muitos casos a pura lógica do poder (para manter o poder do *hegemon*, por exemplo) pode se chocar com as necessidades de valorização do capital e vice-versa. Não por acaso essa relação complexa e conflituosa não está distante das contradições apontadas, por vários autores, na primeira seção deste artigo. Mas Harvey (2004, p.36) vai chamar atenção para o fato de o capitalismo contemporâneo ter promovido uma fusão dessas duas lógicas, em princípio opostas, com predomínio da lógica do capital.

Para nosso autor, a partir das últimas décadas do século XIX, com a incorporação das burguesias ao aparelho de Estado, sobretudo na Europa, a lógica do poder se torna capitalista. Isso significa que ganha o proscênio aquilo que ele chama de “ordenações espaço-temporais”, que são os expedientes que visam justamente enfrentar as crises de sobreacumulação. Esses expedientes podem tomar a forma de deslocamentos temporais, através de investimentos em projetos de longo prazo (em geral em infraestrutura) ou gastos sociais (como a pesquisa, por exemplo), ou de deslocamentos espaciais, os quais permitem a abertura de novos mercados, novas ca-

17 A tese está, em certa medida, em *O Capital* (veja-se o capítulo 15 do Livro 3), mas nunca ganhou muito destaque na literatura, ofuscada pela famosa e polêmica lei tendencial da queda da taxa de lucro; o próprio Marx não chegou a desenvolvê-la plenamente. Rosa Luxemburgo, no entanto, apontou diretamente para o problema.

18 Harvey (2004, p. 86) lembra que foi Marx quem chamou a atenção para esse permanente processo de aniquilação, pelo tempo, da fricção imposta pelo espaço. Como observa esse autor, a própria globalização é algo que evolui em linha com esse esforço.

pacidades produtivas e novos recursos, ou ainda qualquer combinação dessas duas alternativas (HARVEY, 2004, p. 93-94).

Assim, para Harvey, os processos moleculares de acumulação de capital podem criar e efetivamente criam, independentemente do poder de Estado, suas próprias redes e estruturas de operação (sua própria "territorialidade"), mas a condição preferida para a atividade capitalista é a existência de um *Estado burguês*.<sup>19</sup> Esse Estado burguês garante legalmente as instituições de mercado e as regras contratuais, regula e contém os conflitos de classe, e arbitra as reivindicações de diferentes frações do capital. Nesse sentido, o Estado constitui o arcabouço territorializado no interior do qual agem os referidos processos moleculares de acumulação (HARVEY, 2004, p. 79). O fundamental, no entanto, é que esse "conforto" promovido pelo Estado viabiliza as sempre tensas e complicadas ordenações espaço-temporais, que constituem o pano de fundo do processo. Além disso, há que se considerar o fato de o Estado poder ser um agente ativo do processo de acumulação, como acontece com os Estados desenvolvimentistas, e de ter o domínio dos investimentos infraestruturais, elemento constitutivo importante das ordenações espaço-temporais. Por fim há ainda todos os arranjos institucionais contidos no Estado — a parafernália monetário-fiscal, as políticas tributárias e de distribuição, o fornecimento de bens públicos, etc.

Para o mesmo autor, ainda que mesclado com resquícios do antigo poder aristocrático, a primeira fase do regime político burguês — que finda com a Segunda Guerra

e que foi caracterizada pelos conflitos armados interimperialistas — teria sido crucial para o desenvolvimento da lógica capitalista do poder, a qual vai se consolidar com a ascensão dos Estados Unidos ao papel de nação hegemônica.<sup>20</sup> No caso desse país, seu governo refletia puramente os interesses de classe corporativos e industriais, tendo sido, desde sua independência, "burguês até a medula" (HARVEY, 2004, p. 46). Tratava-se de uma sociedade migrante e multiétnica, que lutara para se libertar do jugo de uma potência europeia e que internamente desenvolvia um inflexível individualismo competitivo, opondo-se decididamente a toda ameaça aos direitos inalienáveis ao lucro e à propriedade privada.

Essas circunstâncias forçaram os EUA a elaborar formas de dominação imperial que, respeitando nominalmente a independência dos demais países (sobretudo dos vizinhos das Américas, também eles repúblicas que haviam se tornado independentes), os dominasse por meio de alguma combinação de relações comerciais privilegiadas, patronato, clientelismo e coerção encoberta (HARVEY, 2004, p. 47). A ambição imperial ficou assim oculta num universalismo abstrato, com total negação do território e da geografia em sua articulação. Isso teria facilitado o domínio americano no pós-guerra, pois, em princípio, não havia exatamente um império americano a ser contestado, apenas um "século americano" — e ninguém contesta um século (idem, p. 49). Por fim a Guerra Fria trouxe aos EUA uma grande oportunidade de exercer a liderança pelo consentimento. Sob a alegação de que agia em favor do interesse "universal" (isto é, dos proprietários...), o país

---

19 Conclusão não estranha, como se percebe à ideia de Hirsch (1978), segundo a qual, ainda que Estado e capital conformem uma união/separação contraditória, a autonomia pertence ao processo de reprodução ampliada do capital, que reproduz correntemente seus pressupostos sem requerer qualquer ajuda externa consciente, ou seja, sem a necessidade de intervenção do "político".

20 "A consolidação do poder político burguês no âmbito dos Estados europeus foi portanto uma pré-condição necessária a uma reorientação da política territorial segundo os requisitos da lógica capitalista" (HARVEY, 2004, p. 44).



acumulou poder político e militar capaz de, frente à ameaça vinda da existência do império soviético, defender e promover o processo de acumulação em todo o globo.

Do ponto de vista material, porém, nessa segunda fase do regime político burguês que se inicia no pós-Segunda Guerra, o que levou os EUA à posição de *hegemon* foi a percepção generalizada de que o país constituía a principal máquina de acumulação de capital, capaz de arrastar o resto do mundo em seus trilhos (HARVEY, 2004, p. 53). Nesse período (1945-1970), o Estado americano tornou-se desenvolvimentista. Segundo Harvey, nesse contexto, a expansão geográfica da acumulação foi garantida mediante a descolonização e tendo o desenvolvimentismo como meta generalizada para o resto do mundo (idem, p. 55). Internamente, num modelo também objeto de emulação em boa parte do mundo capitalista (conhecido como regime “fordista”), o trabalho foi impelido a uma conciliação geral com o capital, com ganhos salariais associados a aumentos de produtividade, o que significou a extensão dos benefícios do consumismo às classes inferiores, cimentando a paz social (idem, p. 50). Até o final dos anos 1960, o problema da sobreacumulação foi enfrentado pelas ordenações espaço-temporais usuais, tanto dentro quanto fora dos EUA (idem, p. 55).

Foi, portanto, sob a liderança dos EUA e nos marcos da lógica capitalista do poder que o mundo conheceu os famosos *30 anos gloriosos* (do pós-Segunda Guerra até o início dos anos 1970), ao longo dos quais o capitalismo experimentou uma quadra de reluzente sucesso, com crescimento e investimento elevados, baixas taxas de inflação, baixos índices de desemprego, ganhos

salariais e concessão de direitos aos trabalhadores. Mas como é da natureza do processo de acumulação, uma crise de grande calibre desponta no início dos anos 1970, empurrada, de um lado, pelos elevados montantes de capital produzidos (sobreacumulação)<sup>21</sup> e, de outro, pelo desequilíbrio fiscal do Estado americano decorrente dos altos custos do combate ao comunismo (guerra do Vietnã). No quadro geral de crise, contava também a intimidação cada vez maior que as indústrias alemã e japonesa iam representando para o domínio da economia americana.

Segundo Harvey (2004, p. 57), a resposta imediata do Estado americano à ameaça que tal situação representava à sua hegemonia foi usar o direito de *seigniorage* e imprimir mais dólares, donde resultaram pressões inflacionárias mundiais, explosão de capitais fictícios e ondas de falências.

### **[Pequeno intermezzo sobre o dinheiro]**

Ainda que aparentemente escape um pouco do tema geral deste artigo, a reação do Estado americano à sua hegemonia ameaçada nos dá ensejo de falar algumas palavras sobre o objeto *dinheiro* e como ele é expressivo das contradições do capital, as quais passam, como estamos vendo, pela conflituosa relação mercado/Estado.<sup>22</sup> (Ao final, veremos que a questão não é tão distante assim de nossa discussão, antes o contrário.)

Para Marx, como se sabe, categorialmente, o dinheiro surge quando a forma da permutabilidade direta do equivalente geral se funde, pelo hábito, com a forma de alguma mercadoria específica, mercadoria esta que, historicamente, foi o ouro. No entanto, a história descartou a mercadoria ouro

21 Harvey não está sozinho na defesa dessa tese. Em livro de 1997 (*Workers of the World at the Century's End*; edição brasileira no mesmo ano, sob o título *A Ilusão do Desenvolvimento*, pela Vozes), Giovanni Arrighi chamava a atenção para a crise de sobreacumulação gerada ao final dos anos 1960 e de como ela permanecia até então. Em livro de 2016 (*Finance Capital Today*), François Chesnais também abraça a tese.

22 Faço uso aqui de considerações já apresentadas em Paulani (2014; 2019).

e põe em seu lugar um dinheiro inconversível, vale dizer, um dinheiro que não é uma mercadoria verdadeira (produzida pelo trabalho humano), nem tem com este tipo de mercadoria qualquer relação previamente definida (ou seja, nem remotamente está vinculado a uma mercadoria verdadeira). A reação do Estado americano à ameaça que a situação de crise do início dos anos 1970 representava para sua hegemonia foi o derradeiro capítulo dessa operação de descarte.

Ao utilizar seu poder de *senhoriagem* de alcance mundial — que lhe fora conferido desde o acordo de *Bretton Woods*, já que os EUA eram o emissor do meio internacional de pagamento (ainda que vinculado necessariamente ao ouro) — o Estado americano deixou de lado a mercadoria áurea e afirmou seu próprio poder como único lastro da verdadeira riqueza. Depois de quase uma década de desconfiança e questionamento sobre a possibilidade de o dólar continuar a desempenhar esse papel, o governo americano redobrou a aposta e, ao final de 1979, elevou brutalmente os juros.<sup>23</sup> Desde então os questionamentos praticamente não existem. A profunda crise financeira que alcançou todo o globo em 2008 e que tinha seu epicentro no super financeirizado mercado imobiliário americano, produziu como resultado uma corrida generalizada em direção... ao dólar! provocando uma desvalorização geral de todas as demais moedas.

A partir de uma leitura de Marx que leve em conta o caráter contraditório do dinheiro, podemos dizer que isso foi possível porque o dinheiro é, em essência, uma pura forma (ou, é puramente uma forma social), mas tem que aparecer como o contrário disso (como a verdadeira riqueza, o tesouro, de cuja natureza ninguém duvida). **O que põe o dinheiro como dinheiro não**

**é seu papel na esfera da circulação (ser unidade de conta e meio de troca), e sim a autonomia que ele mostra em relação à circulação, quando se coloca, por um lado, como dinheiro de crédito, de onde deriva o capital portador de juros, ou capital financeiro (formas puras que movem o sistema dentro de sua roupagem jurídica), e, por outro, como objeto de entesouramento, ou o porto seguro do valor (a forma de riqueza que todos desejam em tempos de crise, quando a circulação emperra e a produção de valor excedente estanca).**

Em outras palavras, o principal papel do dinheiro não é fazer as mercadorias circularem, ou melhor é fazer as mercadorias circularem, mas para que a acumulação de capital seja possível. E é só enquanto plenamente posto como esse objeto antinômico, que se mostra como o contrário do que é, que ele pode se transformar num fim em si mesmo e comandar, como circulação e reprodução ampliada de capital, a cotidiana produção e circulação de bens e serviços. Nesse sentido, o dinheiro se opõe à moeda (meio de circulação) e constitui sua superação. **Portanto, a circulação capitalista exige, de um lado, a possibilidade de autonomia plena do dinheiro em relação à circulação de mercadorias (com seus infinitos e diferenciados valores de uso) e, de outro, a manutenção da aparência de encarnar a verdadeira riqueza (uma sorte de abstração concreta).** Antes de 1971, o que lhe conferia essa aparência era o ouro (daí ter o padrão monetário cunhado em *Bretton Woods* ganhado o nome de padrão dólar-ouro); depois de 1971, e, principalmente, depois de 1979, essa aparência passou a ficar encarnada no próprio poder do Estado americano.

Para além de toda a controvérsia que cau-

---

23 O resultado foi uma espoliação mundial que destruiu sobretudo as economias menos desenvolvidas, com destaque para as endividadas economias latino-americanas, dentre as quais a brasileira. Voltaremos ao tema.

sou quanto à atualidade (ou não) da teoria monetária de Marx,<sup>24</sup> essa reviravolta aprofundou o caráter contraditório do dinheiro (estamos falando aqui, sobretudo, do dinheiro mundial). Para compreender isso é preciso trazer à discussão um outro lado de sua antinomia. Sendo resultado da contradição que constitui a forma-mercadoria, o dinheiro arrasta para si, ainda com maior força, o fetiche que adere à primeira, o qual se desenvolve num crescendo até chegar a seu ápice no capital portador de juros. Todavia, ao lado desse aspecto fetichizado, diretamente relacionado à forma-mercadoria, de onde logicamente ele nasce, o dinheiro guarda também o seu oposto, um aspecto convencional, que Marx reconhece e que deriva justamente do curso forçado que o Estado confere àquilo que ele chama de “signos do valor”, ou seja, ao funcionamento do dinheiro como mero meio de circulação (ou moeda). Ele diz: “*O signo do dinheiro só necessita de sua validade social objetiva própria e esta é recebida pelo símbolo de papel mediante o curso forçado [pelo Estado]*” (MARX, 1983[1867], p. 110).

Assim, de um lado, temos a objetividade que se tece às costas dos agentes e que os impede de compreender suas próprias relações sociais e as determinações que explicam o que é de fato o dinheiro, fazendo com que ele seja percebido como algo posto pela natureza (fetiche); de outro, temos relações sociais reconhecidas e acordadas através da presença do Estado (o representante do valor ganha um nome, que

todos aceitam, assim como regras para seu fracionamento, e, por fim, ninguém pode se recusar a receber o pagamento do que quer que seja, se ele for feito na moeda do país).<sup>25</sup> Daí a impressão de que a moeda é um produto do Estado, que deriva dele, quando, na realidade, ela é só um momento (uma figura diria Hegel) do objeto dinheiro, momento que é negado pela circulação do dinheiro como capital.

Ademais, o próprio Estado, como vimos, deve ser entendido como uma criação do capital, ou seja, algo que foi exigido pela generalização da forma-mercadoria, que só existe no capitalismo, porque só aí, na busca perpétua por mais valor, é que a produção para a troca se universaliza. Entender a moeda como mero produto do Estado implica inverter lógica e categorialmente esses elementos e reduzi-la (e também o dinheiro) a isso, deixando-se de lado o aspecto fetichizado do dinheiro, que tem autonomia e que tende a prevalecer.

A chamada *Modern Money Theory* (MMT) sofre um pouco dessa ilusão. É verdade que enquanto padrão dos preços e meio de circulação, a existência da moeda depende diretamente da atuação do Estado. Mas não é verdade que isso encerra a essência da moeda. Por isso, ainda que a MMT traga bons argumentos contra, por exemplo, as políticas de austeridade, lembrando que, se um Estado soberano produz sua própria moeda, não faz sentido restringir gastos públicos em momentos de crise (a ideia é que um país endividado em sua própria

24 A questão substantiva que essa transformação enseja tem que ver com o funcionamento do dinheiro como unidade de conta (ou como a chama Marx, como medida do valor). Para Marx, considerando-se tal função, o dinheiro precisa ser uma mercadoria de verdade (algo como “a medida do valor precisa possuir valor”), o que é impossível para um dinheiro inconversível. Para discutir a questão acerca da relevância da teoria monetária de Marx no capitalismo contemporâneo, muito se escreveu. O professor Fred Moseley organizou, em 2003, no *Mount Holyoke College* (EUA), uma conferência sobre o tema, cujo resultado está em Moseley (2005) e dá uma boa ideia do debate.

25 Essa característica de “acordo geral” que o aspecto convencional do dinheiro exhibe, é facilmente perceptível em países como o Brasil. Nossa história monetária está recheada de mudanças de nome e de episódios de cortes de zeros quando o processo continuado de inflação levou os preços a alturas insuportáveis — e todos os cidadãos e cidadãs brasileiros “concordaram” praticamente com tais alterações, isto é, continuaram a utilizar a moeda.

moeda “não quebra”), é preciso tomar essas “verdades” *cum grano salis*, pois elas deixam de lado a autonomia das formas capitalistas e a resistência fetichista que elas carregam.<sup>26</sup>

Lembremos aqui que a escola derivacionista alemã também vincula a existência do Estado à existência do dinheiro, mas seu argumento caminha pelo lado contrário aos teóricos da MMT: para os derivacionistas, é o domínio da forma-mercadoria que requer a constituição do Estado como um espaço externo aos agentes que trocam, onde a capacidade do dinheiro, de funcionar como equivalente geral, esteja garantida. Aqui, portanto, a mercadoria é primeira. É porque ela se desdobra logicamente no dinheiro que o Estado é exigido. No caso da MMT, tudo se passa como se o aspecto convencional viesse na frente: é do Estado que surge a moeda; o dinheiro é, portanto, sua criação. **Assim, para aquilo que nos interessa no presente artigo, não adianta muito lembrar que um Estado soberano emite uma moeda soberana e se endivida soberanamente, porque a tributação ainda assim continua a recolher recursos da sociedade como um todo (no nosso caso, principalmente dos mais pobres, dada a regressividade de nosso sistema tributário, assentado fortemente em tributos indiretos) e o endividamento público continua sendo um canal profícuo de enriquecimento privado (voltaremos ao assunto).**

Lembremos, por fim, que a produção capitalista aparece como circulação simples de mercadorias — Fausto (1987), como vi-

mos, parte daí — o que igualmente exige a presença do Estado. E exige também que, para além de funcionar como o meio de circulação efetivo, o que o Estado garante, o dinheiro encarne a mercadoria geral, o porto seguro do valor, o que é algo que não depende apenas do Estado, ou de um conjunto de Estados, ou mesmo de um Estado hegemônico; depende também de um processo social que tem autonomia e corre às costas dos agentes.

Assim, no plano internacional, o vínculo do dólar ao ouro funcionou por três décadas como uma corda esticada entre, por um lado, uma objetividade fetichista que se assenta nas formas capitalistas e que resiste e, por outro, um acordo (convenção) global que colocou a moeda americana como dinheiro mundial. Quando esse vínculo foi rompido, o Estado americano teve que usar a força bruta, ou a lógica capitalista do poder (como quer Harvey) potenciada para não perder esse *status*. A contradição se aprofundou, porque a riqueza em última instância (ou seja, aquilo que aparece como a riqueza verdadeira) foi encontrar sua morada no poder de um Estado soberano (que é, em princípio, aquilo que confere efetividade à moeda, não ao dinheiro). O poder nunca foi tão capitalista.

### **[Fim do intermezzo]**

Assim, ameaçados no campo da produção, os EUA reagiram afirmando sua hegemonia por meio das finanças, e fazendo surgir, ainda sob tutela norte-americana, uma nova fase do regime político burguês e um novo tipo de regime: a hegemonia neolibe-

---

26 Um dos primeiros livros a tratar da MMT foi escrito pelo economista americano Larry Randall Wray e publicado em 2012 (*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, London, Palgrave Mcmillan). Sua ideia principal, que se choca frontalmente com a teoria monetária ortodoxa, é que, num país soberano, que produz sua própria moeda, os gastos do governo se autofinanciam por meio dos depósitos que geram nas carteiras privadas de ativos. Os tributos portanto, não são necessários para que o Estado tenha recursos e possa gastar. Eles são necessários, por um lado, para obrigar o uso da moeda produzida pelo Estado e, por outro, para possibilitar o recolhimento de moeda, quando a capacidade produtiva da economia estiver chegando a seu limite.

ral. O equilíbrio de poder no seio da burguesia passou das atividades produtivas para as instituições do capital financeiro. No sistema financeiro internacional, abandonou-se o ouro, que foi naturalmente substituído pelo dólar inconvertível, e os fluxos de capital monetário, que já percorriam o globo por meio do mercado de eurodólares, foram completamente liberalizados (idem, p. 58).

Surgiu também a oportunidade de realizar um ataque frontal ao poder das organizações da mercadoria força de trabalho. Houve uma tentativa de reagir, mas ela foi frustrada. A degradação relativa da classe operária, que atingiu parcela substancial dos países capitalistas avançados, foi acompanhada da formação, em boa parte do mundo em desenvolvimento, de um proletariado imenso, informe e não organizado (HARVEY, 2004, p. 59). A baixa na remuneração do trabalho e a crescente facilidade de mobilização geográfica abriram novas oportunidades de emprego lucrativo de capital excedente. Assim, nessa fase da hegemonia americana, o *capital financeiro* passa ao centro do palco disciplinando não só as ações do Estado, mas também os movimentos da classe operária.

No nível internacional o capital financeiro foi se mostrando cada vez mais volátil e predatório, com a ocorrência de vários surtos de desvalorização e destruição de capitais ao longo dos anos 1980 e 1990. As crises sucessivas desencadeavam fuga para o dólar, confirmando o domínio de Wall Street. As crises de dívidas em países específicos foram utilizadas para reorganizar suas relações sociais de produção, favorecendo-se a penetração de capitais externos, sobretudo americanos, japoneses e europeus. Isso fomentou uma forte onda mundial de centralização de capitais em benefício dos países nucleares e permitiu que os lucros baixos nas regiões centrais fossem suplementados pela apropriação de lucros mais altos obtidos no exterior (HARVEY, 2004, p. 61-62).

Segundo Harvey (2004), a *financeirização* lançava suas redes por todo mundo, concentrando-se num conjunto hierarquizado de centros financeiros (Nova York, Londres, Tóquio) e numa elite financeira internacional. Vai se criando um mundo entrelaçado de fluxos financeiros de capital excedente com conglomerados de poder político e econômico em pontos chave. Esses conglomerados, assentados na difusão, patrocinada sobretudo pelos EUA, de uma política neoliberal internacionalista, vão usar o poder especulativo para promover crises de desvalorização em territórios vulneráveis e promover, por meio da política territorializada dos Estados, destruições administradas frente ao “descontrole fiscal” dos países que tomam empréstimos. A sobrevivência do capitalismo, portanto, passou a depender não apenas de ordenações espaço-temporais que absorvem os excedentes de capital de forma produtiva e construtiva. A lógica capitalista do poder precisava ser turbinada. Nesse novo padrão de acumulação, os expedientes violentos que Harvey vai chamar de “acumulação por espoliação” tornam-se sua principal característica.

O termo escolhido por Harvey ecoa a acumulação primitiva de que nos fala Marx no capítulo 24 do livro I de *O Capital*. Ali Marx precisa explicar como se criaram as condições históricas para que a máquina capitalista da acumulação começasse a andar. Vai se referir assim aos expedientes violentos que estão na raiz do surgimento de uma classe que precisa vender sua força de trabalho para sobreviver, além do capital monetário que vai se acumulando em algumas mãos à base de mecanismos como o sistema colonial (açambarcamento, escravização, comércio de peles negras) e o crescimento da dívida pública.

A tese de Harvey é que a *espoliação* inscrita nesses processos não se limitou a essa remota fase histórica. Acompanhando Rosa Luxemburgo e Hannah Arendt, ele acredita que esses expedientes “estranhos” e “ex-

ternos" à lógica propriamente capitalista da extração de valor (produção de mais valia) nunca saíram de fato de cena. Isto porque a eterna necessidade de contornar as pressões geradas pela sobreacumulação interminável de capital exige quase sempre o recurso a tais expedientes "para que o motor da acumulação não pare de repente" (HARVEY, 2004, p. 119).

Portanto, para ele, o que caracteriza o atual padrão de acumulação é o fato de esses expedientes terem um lugar central, o que vai conferir ao Estado um papel decisivo. Se a solução produtiva fracassa "*... sempre é possível buscar-se a acumulação por outros meios. Tal como a guerra em relação à diplomacia, a intervenção do capital financeiro com o apoio do poder de Estado equivale com frequência à acumulação por outros meios*" (HARVEY, 2004, p. 114). Assim, o Estado, com seu monopólio da violência e da tributação e suas definições de legalidade, tem papel crucial nessa guerra, ou seja, no apoio e na promoção dos expedientes de *acumulação por espoliação*. O que esse tipo de acumulação faz é liberar, ou ajudar a liberar, um conjunto de ativos dos quais o capital excedente pode se apossar a um custo sempre muito baixo.

São inúmeros os exemplos desses mecanismos, alguns dos quais meros aprimoramentos de expedientes já citados pelo próprio Marx, em relação à época em que a acumulação por espoliação ainda era acumulação primitiva. A *corporativização* de bens antes públicos (como as universidades, por exemplo) ou a *privatização* da água e de utilidades públicas de todo tipo funcionam como uma nova onda de "expropriação de terras comuns" (HARVEY, 2004, p. 130). Em relação às privatizações, Harvey vai denominá-las "o braço armado da acumulação por espoliação". Assim, ativos de propriedade do Estado ou destinados ao uso compartilhado da população em geral são entregues ao mercado para que o capital excedente possa investir neles. Como

os ativos devem ter baixo custo, as privatizações só fazem sentido se o Estado, enquanto coisa pública, for espoliado (ou seja, os ativos devem ser vendidos sempre muito abaixo do valor que efetivamente carregam).

Novos mecanismos de acumulação por espoliação envolvem a ênfase nos direitos de propriedade intelectual, apontando também para o patenteamento e licenciamento de material genético, de plasma, sementes e todo tipo de produtos — em geral utilizados por populações locais, cujas práticas foram fundamentais para sua exploração econômica e que podem vir a ficar de les privadas (HARVEY, 2004, p.123). Ativos como recursos naturais, reservas florestais, água, dentre outros, cuja posse é confiada pelos cidadãos ao Estado, são por ele apropriados e vendidos como mercadorias. Em todos esses casos, **quem paga a conta é a população em geral, sobretudo os mais pobres, que assistem a um cortejo sem fim de perda de direitos e de acesso a bens e serviços.**

**A violência dos processos financeiros que impelem ao endividamento e depois cobram draconianamente esses débitos, bem como os surtos de desvalorização de ativos provocados pela especulação financeira, principalmente nos territórios mais vulneráveis, vão na mesma direção, privando milhões das raras posses que eventualmente detenham (vide, por exemplo, o ocorrido com a população americana de baixa renda em relação a suas moradias por conta da crise de 2008). Por fim não se pode deixar de mencionar a regressão dos estatutos regulatórios da mercadoria força de trabalho, quando direitos duramente conquistados a uma aposentadoria paga pelo Estado e a um sistema universal e público de assistência médica são questionados e revertidos, visando a criação de novos nichos de mercado.**

Para Harvey, a acumulação por espolia-

ção se tornou cada vez mais acentuada a partir de 1973. Como esses expedientes dependem de um posicionamento ativo do Estado, foi necessária uma abordagem radicalmente distinta sobre a maneira como o poder do Estado devia se desenvolver. Para Harvey, a teoria neoliberal, com seu mantra de liberdade plena aos mercados e privatização de tudo que for possível, simbolizou o tom geral da transição do mero poder territorial do Estado e da lógica capitalista do poder para o Estado como agente primeiro da acumulação por espoliação. Esse tipo de observação de Harvey não é estranha à afirmação de Fausto de que Estado e ideologia são necessários porque têm de funcionar como guardiões de uma lei que está permanentemente sob ameaça de transgressão. Se o Estado vai perder força para “guardar” a aparência de igualdade do sistema, então a ideologia tem que ganhar força redobrada. Acerta Harvey, portanto, ao denominar de *hegemonia neoliberal* essa terceira fase do poder capitalista.

A transição dos *30 anos gloriosos*, com sua regulação fordista do sistema, para o período da hegemonia neoliberal foi um fenômeno largamente abordado pela literatura especializada, sobretudo no que concerne à sua face mais visível, que é a ascensão da riqueza financeira à cabine de comando do processo de acumulação (a chamada *financeirização*). Escolhemos Harvey aqui porque ele nos traz observações importantes sobre a transformação que isso provocou na forma de atuação do Estado. Estando ele correto, mesmo que parcialmente, torna-se necessário repensar o plano em que se desenvolve a relação mercado x Estado: se é verdade que o Estado não pode ser visto simploriamente apenas como o comitê de negócios da burguesia — como demonstrado à larga pelos autores que trabalham tal relação na chave da contradição e que visitamos na segunda seção deste texto — tampouco se pode deixar de reconhecer que, nos marcos do atual padrão de

acumulação, ele se aproxima mais do que antes dessa visão mais rígida. Mas isso não significaria então que as classes economicamente dominantes estariam tomando diretamente em suas mãos o poder político, colocando em xeque a própria sociabilidade do capital, como sugere Mascaro (2013), a partir de sua leitura de Pachukanis? Para responder com mais propriedade esse tipo de indagação vale acrescentar algumas contribuições de outros autores que enriquecem a sugestiva análise de Harvey.

Segundo Streeck (2018), a legitimidade da democracia no pós-guerra se baseava justamente na premissa de que os Estados seriam sempre capazes de intervir no comportamento dos mercados, de modo a fazer com que seus resultados beneficiassem todos os cidadãos. Hoje, no entanto, essa crença estaria em xeque, desancada por quatro décadas de crescimento da desigualdade e pela evidente impotência dos governos, antes, durante e depois da crise de 2008. Ele se pergunta, então, como chegamos a isso.

Como vimos, Harvey (2004) entende essa situação como resultado de uma crise irresolvida de sobreacumulação que desponta nos anos 1970 e que vai se tornando cada vez mais grave, tese essa compartilhada também por Chesnais (2016). **A doutrina neoliberal que se torna dominante visa justamente justificar, do ponto de vista “científico”, essa nova postura do Estado, necessária ao enfrentamento da crise, pois, como agente primeiro da acumulação por espoliação, ele vai: promover privatizações, engordar a riqueza financeira, constranger investimentos públicos, restringir gastos sociais e retirar direitos dos cidadãos.**

Se os argumentos estão corretos, a difusão das ideias neoliberais e os receituários de recuperação do tipo dos prescritos pelo *Consenso de Washington*, que inundaram o mundo a partir do início dos anos 1980, constituíram o primeiro movimento das eli-

tes globais no sentido de enfrentar o problema. Mas elas foram também ajudadas pela debacle do então chamado “socialismo real”, ao final dessa década, que não só reconfigurou a questão geopolítica, como concedeu fôlego adicional à pregação mundial em defesa das medidas pró-mercado e da redução do tamanho e da influência do Estado — leia-se, tamanho e influência que o colocavam como agente capaz de conferir algum equilíbrio ao sistema, para usar os termos de Fausto (1987), ou seja, preservar a igualdade pondo as diferenças, evitar ondas avassaladoras de desemprego, garantir o bem-estar de cada um etc.

De acordo com Chesnais (2016), o espetacular crescimento chinês seria o segundo de três elementos que, em sua visão, postergaram uma crise maior, sendo o primeiro justamente a difusão do pacote neoliberal ora em consideração, com a ênfase dada pelo autor às políticas de liberalização e desregulamentação das finanças, comércio e investimentos diretos. A China constituía um enorme e insondável território de possibilidades de acumulação, ainda relativamente à margem do moinho capitalista. Apesar dos vários *rounds* de debates até sua admissão, era evidente que a entrada da China na OMC traria um renovado vigor ao crescimento capitalista, tendo sido, por isso, facilitada. De fato, o celebrado crescimento dos anos 2000 deve-se, em boa parte, ao fenômeno chinês (a China foi admitida na OMC em 2001).

Segundo Chesnais, o terceiro elemento que postergou a eclosão de uma crise global foi a emergência, a partir dos anos 1990, de uma espécie de *debt-led growth regime*, vale dizer, uma sorte de crescimento capitalista impulsionado pelo acúmulo de direitos sobre o valor excedente a ser futuramente produzido. Assim, **ao mesmo tempo que**

**os princípios liberais tornam muito difícil qualquer elevação na carga tributária, o crescimento da dívida pública, desde que monitorado por contas públicas “saudáveis”, não é visto como tão problemático, e assim como as condições objetivas tornam-se adversas ao crescimento real dos salários, o endividamento das famílias é estimulado.**<sup>27</sup> Não custa acrescentar, para reforçar o argumento de Chesnais, que tanto o endividamento público quanto o endividamento privado criam riqueza financeira nova, ou seja, **aliviam a sobreacumulação e engrossam o movimento de acúmulo de direitos sobre o valor excedente futuro.**

A menção de Chesnais ao *debt-led growth regime* nos leva a Streeck (2018), que vai enxergar nesse endividamento generalizado, incluindo o das famílias, o último capítulo da experiência histórica de conciliação entre capitalismo e democracia. Para ele, a despeito da sempre presente exaltação dos valores democráticos pela sociedade de hoje, **o mundo moderno só experimentou uma única vez aquilo que se poderia chamar de *capitalismo democrático*, ou seja, um arranjo capaz de conciliar o feito naturalmente antidemocrático da acumulação capitalista com os anseios de igualdade e respeito pelo ser humano. O santo responsável por esse milagre teria sido justamente o crescimento econômico, forte e persistente, que marcou os 30 anos gloriosos iniciados no pós-segunda guerra e que precederam a etapa atual.**

Olhando principalmente para os países centrais do sistema, Streeck (2018) vai afirmar ainda que quando esse arranjo entra em crise, nos anos 1970, é a inflação que vai substituir o crescimento como instrumento de conciliação. Mas a inflação começou a afetar os detentores de riqueza financeira

---

27 A esse respeito ver também Guttman (1998, 2008). Especificamente com relação ao endividamento dos trabalhadores ver Lapavistas (2009).



(num momento em que o crescimento dessa riqueza recebia estímulos de todos os lados), exigindo a imposição de medidas restritivas para seu controle, que vieram ao final dessa década, com explosão do desemprego e retorno a uma política de *sound money*.

Ainda na visão de Streeck (2018), na sequência, a dívida pública é que teria ocupado o lugar da inflação como instrumento de conciliação, pois tornava possível utilizar recursos ainda não gerados para minorar os conflitos distributivos em curso. **Quando o crescimento da dívida também parece sair do controle, começa a pregação pelas políticas de austeridade e de monitoramento estrito dos gastos públicos, enquanto o endividamento privado passa a ser altamente promovido em todas as suas formas. Os dois últimos artifícios citados por Streeck (2018), o crescimento da dívida pública e o incitamento ao endividamento privado (ambos com participação ativa do Estado), configuram o *debt-led growth regime* de Chesnais, que está diretamente vinculado àquilo que se denomina *financeirização* do processo de acumulação.**

Financeirização, para utilizar a definição do mesmo Chesnais, diz respeito à profunda disseminação das características do capital portador de juros, tal como definido por Marx no livro III de *O Capital*, no sistema como um todo, movimento sempre associado ao elevadíssimo grau de concentração e centralização hoje presentes no processo de acumulação (CHESNAIS, 2016: 15-16) e, portanto, à *ditadura do capital financeiro* globalizado que opera por meio das grandes corporações — uma descrição do cenário atual da acumulação muito congruente com aquela de Harvey (2004), que fala de um mundo entrelaçado de fluxos financeiros de capital excedente com conglomerados de poder político e econômico em pontos chave. **Isso implica a crescente subordinação do capital produtivo e**

**da própria atuação do Estado à lógica da acumulação financeira e à valorização da riqueza financeira. Ora, todas as transformações produzidas pela disseminação do neoliberalismo geraram um ambiente em tudo benfazejo a esse tipo de riqueza, que, dado seu caráter abstrato, é a que mais precisa da tão reivindicada “liberdade de mercado”. Foi seu crescimento, já a partir de meados dos anos 1960, na City londrina, que, engrossada poucos anos mais tarde pelos petrodólares, atuou como uma das mais poderosas alavancas a promover o discurso neoliberal e deslocar o processo de acumulação a esse novo estágio.**

Nesse novo ambiente, em que o discurso neoliberal é consequência e causa do crescimento de poder da riqueza financeira, **os Estados nacionais perdem parte substantiva dos graus de liberdade que antes detinham para fazer política econômica e social. Em substituição, temos um cenário de Estados justapostos, mais ou menos comandados pela impessoalidade dos mercados financeiros e orquestrados pelos agora libertos movimentos dos fluxos internacionais de capital. É o aprofundamento desse movimento que vai minando a legitimidade da democracia, fazendo Streeck (2018) afirmar que é cada vez maior a irrelevância dos governos e dos partidos políticos nas democracias da OCDE, tendo transformado a política num exercício que mais se assemelha a um entretenimento “pós-democrático” do que à velha luta de classes democrática.** E não é preciso muito esforço para perceber que a afirmação de Streeck tem alcance universal. No Brasil, já em 2007, Francisco de Oliveira, inspirado na política econômica liberal do primeiro governo Lula, falava da *“irrelevância da política”*.

De meu ponto de vista, a partir de uma tese que decorre das observações de Marx sobre a renda, e que não tenho espaço para

expor aqui (Paulani, 2016a), **a financeirização é só o elemento mais evidente, a manifestação mais expressiva de um processo de acumulação dominado pelos imperativos rentistas, onde o capital como propriedade, mera relação jurídica, predomina sobre o capital como relação de produção. E assim como o rentismo faz do capital fictício a vedete do movimento de financeirização pelo acúmulo indiscriminado de direitos sobre o valor excedente futuro, assim também, no plano da produção efetiva de bens e serviços, ele transforma os chamados “ativos intangíveis” (marcas, patentes, propriedade intelectual etc.) nas grandes vedetes da gestão capitalista,**<sup>28</sup> porque é através deles que se consegue auferir renda, e surrupiar valor excedente da retorta geral que produz a taxa média de lucro.<sup>29</sup>

Além disso, o processo produtivo vai se tornando cada vez mais mediado, indo muito além de simples movimentos de terceirização e trazendo enormes alterações no processo de trabalho e nas relações de trabalho. Do encontro da riqueza financeira avantajada e de sua criativa indústria com a avalanche da indústria 4.0, gera-se uma situação em que a velha relação entre o trabalhador explorado e o empresário/capitalista que o explora parece uma foto amarelada de um antigo álbum de retratos, uma fase ingênua da história capitalista em que, a despeito do fetiche, a exploração acabava se denunciando e a atuação do Estado a confirmava — como demonstra a análise de Fausto (1987) que expusemos na primeira seção.

Hoje o roteiro é outro. Os capitais, principalmente os grandes capitais das grandes

corporações, que estão no comando dos capitais menores e menos poderosos, associam-se em *holdings* cada vez mais afastadas do chão da produção, enquanto os capitalistas são cada vez mais difusos grupos de investidores associados em fundos, consórcios e sociedades de *private equities*. De outro lado, a chamada *economia de plataforma* vai difundindo o que já está sendo chamado de *uberização* do processo de trabalho, onde o trabalhador, ao fim e ao cabo, não é mais trabalhador, mas empresário de si mesmo.<sup>30</sup> O capital parece ter terceirizado, para o próprio trabalho, a complicada e chata tarefa da exploração, e ter se instalado placidamente nos espaços sociais que lhe garante ganhos, não porque os capitalistas participem da produção (e da exploração), mas porque são juridicamente proprietários (de dinheiro, de marcas, de patentes, de propriedade intelectual, de direitos sobre o valor futuro).

Para a questão que aqui nos interessa e considerando as reflexões em torno ao caráter contraditório da relação mercado x Estado feitas na seção anterior, que conclusões podemos tirar de todas essas considerações adicionais? Retomando Harvey, sua tese principal é que a acumulação por espoliação marca a atuação do Estado na atual etapa da lógica capitalista do poder. Em outras palavras, o Estado é no mínimo conivente, e em última instância operador e executor direto de expedientes que vão bem além da extração de trabalho não pago, a qual constitui a expropriação, digamos, “legítima” do jogo capitalista. Mas, dados a violência, a fraude e o roubo, em geral envolvidos nesses expedientes, não estaria o Estado, com isso, desnudando, para utili-

---

28 É revelador o seguinte trecho de um celebrado manual de *Managing*: “A capacidade de mobilização e exploração dos ativos intangíveis ou invisíveis tornou-se muito mais decisiva do que investir e gerenciar ativos físicos tangíveis” (Kaplan e Norton, apud Prado, 2005, p.95).

29 Nos referimos aqui à taxa média de lucro efetiva, não à taxa de lucro contábil, já que, do ponto de vista contábil, as rendas propiciadas por ativos como marcas e propriedade intelectual acabam sendo tratadas como lucro.

30 Veja-se a respeito ABÍLIO (2021).

zar os termos de Fausto (1987), a “ilusão da sociedade civil”, que ele justamente configura, e ameaçando a sociabilidade do capital, como quer Mascaro (2013)?

A análise de Streeck nos diz que, apesar desse papel mais agressivo no sentido de viabilizar a acumulação capitalista, a necessidade de produzir algum tipo de conciliação que continuasse a sustentar a referida ilusão nunca saiu do horizonte de preocupações do Estado, independentemente da orientação política de cada governo em cada país. O esgotamento dessas possibilidades, à medida que a crise avança e sobretudo após a grande desordem de 2008, é que vai minando as perspectivas de se manter a crença, construída nos *30 anos gloriosos*, de que os Estados seriam sempre capazes de intervir no comportamento dos mercados, de modo a beneficiar todos os cidadãos. Viria daí o *crescente déficit de legitimidade da democracia*.

Apesar disso, não se pode deixar de reconhecer a inteira captura do Estado pelos interesses diretos moleculares do capital de que nos fala Harvey. A julgar pela análise de Streeck (2018), os mecanismos de conciliação mobilizados, uma vez instalada a crise dos anos 1970, foram, de início, contrários à riqueza financeira (inflação), para, depois, jogarem completamente a seu favor (endividamento público e endividamento privado, que produzem ativos financeiros). **O crescimento desmesurado da riqueza financeira, por sua vez, foi criando, como adiantamos, constrangimentos objetivos à atuação dos Estados, sobretudo nos países menos desenvolvidos e dependentes dos fluxos internacionalizados de capital financeiro.**

**Assim, o *debt-led growth regime* que constitui, para Chesnais, o terceiro elemento de resposta à crise aguda de sobreacumulação que se desenrola desde os anos 1970, parece ter fragilizado também o segundo papel que, de acordo com Fausto (1987) cabe ao Estado em**

**sua contraditória relação com os interesses privados da acumulação, qual seja, o de conferir alguma verdade à comunidade pressuposta à sua própria atuação, encarnando um tipo de *comunidade econômica*. Como vimos, para ser efetivo no ocultamento da contradição entre capital e trabalho que está na base do sistema, o Estado deve admitir certas diferenças entre os agentes e traduzi-las num conjunto de políticas, atuando assim, de fato, como uma forma “terceira”, impessoal e destacada da sociedade. No âmbito do novo padrão de acumulação comandado pela riqueza financeira em conjunto com as grandes corporações mundiais, esse tipo de atuação fica cada vez mais problematizado.**

Parece existir, portanto, uma tensão crescente entre, de um lado, os papéis que o Estado deve continuar a cumprir enquanto avalista de um sistema socioeconômico fundado na expropriação e na contradição de classes e, de outro, sua efetiva atuação como agente primeiro da acumulação por espoliação. Essa tensão, contudo, perde força objetiva de transformação quando se considera que a própria exploração do trabalho vai se tornando ainda menos visível graças às *holdings* e fundos de investimento que comandam muito de longe o processo e às inovações tecnológicas e perda de direitos que colocam os trabalhadores antes como empresários de si mesmos do que como proletários. O entrelaçamento entre os elementos objetivos do processo contemporâneo de acumulação e o incrível sucesso ideológico da hegemonia neoliberal parece ter produzido uma situação em que o Estado — que é, de fato, sobretudo no âmbito da lógica capitalista do poder de que nos fala Harvey, uma máquina essencialmente capitalista como queria Engels — não precisa mais, tanto quanto antes, “ser não sendo”.

Isto posto, por mais que as pressões crescentes no tecido social se expressem de

outras formas, como a ascensão de grupos e governos de extrema direita mundo afora, a acumulação por espoliação pode ir em frente sem grandes sobressaltos. E o que ela faz não é nada mais do que canalizar para a valorização do capital excedente e, portanto, para o enriquecimento privado, vastos montantes de recursos públicos sob a guarda do Estado e que deveriam ser por ele preservados e utilizados no desempenho de seus papéis. A história econômica de nosso país desde o início dos anos 1990 constitui um caso emblemático desse tipo de movimento.

#### 4. Recursos públicos para o enriquecimento privado: o Brasil como paradigma

Os mecanismos que constituem aquilo que Harvey denomina acumulação por espoliação requerem todos a participação do Estado, seja de modo direto, seja de modo indireto (através de seu poder regulatório). O que nos interessa aqui mais de perto, porém, é que tais expedientes envolvem, quase sempre, recursos de propriedade do Estado, os quais abrangem não só haveres propriamente monetários, mas também patrimônios públicos de diferentes naturezas (empresas estatais, recursos naturais, reservas florestais, minérios, água etc.). No capítulo brasileiro da acumulação por espoliação, dois desses mecanismos aparecem em destaque: a *dívida pública* e as *privatizações*. Vejamos cada um deles.

Partindo das análises anteriores, principalmente das observações de Streeck (2018) e Chesnais (2016), podemos dizer que, no novo padrão de acumulação, **a dívida pública desempenha um triplo papel: i) ela substitui a tributação, que não traz ganho algum ao capital, antes o contrário; ii) ela funciona como uma fonte substantiva de produção de ativos financeiros, o que alivia a sobreacumulação; e iii) finalmente, como quer Streeck, ela viabiliza a utilização de recursos ainda não gerados no enfrentamento do conflito distributivo, o que constitui uma forma de enfrentar os efeitos contraditórios da conciliação entre capitalismo e democracia.**

Segundo Fiori (2014, p. 42), Marx percebeu com clareza a importância decisiva da dívida pública para a acumulação privada de capital.<sup>31</sup> De fato, quando trata da acumulação primitiva, Marx cita a dívida pública como um dos instrumentos por meio dos quais o capital dinheiro foi se acumulando em algumas mãos: *“A dívida pública torna-se uma das mais enérgicas alavancas da acumulação primitiva. Tal como o toque de uma varinha mágica, ela dota o dinheiro improdutivo de força criadora e o transforma, desse modo, em capital”* (MARX, 1983 [1867], p. 288). Marx refere-se aqui ao fato de os bancos poderem emprestar ao Estado sem abrir mão de sua liquidez e de sua capacidade de empréstimo a outros agentes (que é o resultado do processo de multiplicação monetária característico da ativi-

---

31 Nessa passagem, Fiori assinala a importância da dívida pública não só para a acumulação privada, mas também para o processo de “empoderamento” dos Estados, fenômeno que é reportado, segundo ele, por vários historiadores. Este último, porém, só faz sentido quando se trata de Estados fortes que detêm hegemonia ou estão em processo de disputa hegemônica. Nesses casos, o endividamento do Estado, inclusive um endividamento excessivo, funciona como instrumento para seu fortalecimento e dificilmente torna os Estados reféns de seus credores. A Inglaterra, por exemplo, emergiu, no século XVIII, como a primeira nação industrial, apesar de o Estado inglês sustentar uma enorme dívida pública, a qual cresceu 40 vezes ao longo do referido século. Os Estados Unidos detêm hoje a maior dívida pública do mundo (cerca de US\$ 27 trilhões) e uma das maiores relações dívida/PIB, em torno de 125%, sem que sua hegemonia seja por isso colocada em xeque. (Sobre a dívida pública americana, Varoufakis, 2016, vai no mesmo sentido). Não é este, contudo, o caso de países como o Brasil, para os quais um crescimento mais acelerado da dívida ou o fato de seu montante ultrapassar determinados parâmetros é visto com apreensão pelo mundo financeiro, ensejando imediatamente a prescrição de medidas de controle dos gastos públicos (vide o barulho causado pelo aumento da relação dívida/PIB — ela chegou a 89% — produzido pelas medidas de enfrentamento à Covid em 2020). Em função disso, não vamos tratar deste segundo ponto no presente artigo.

dade dos bancos e de os títulos da dívida pública terem em geral muita liquidez, funcionando como moeda).

O toque da varinha mágica deve-se justamente ao fato de tais recursos gerarem, a partir de então, o necessário pagamento de juros (o famoso *serviço da dívida*), que passam então a ser devidos pelo Estado a seus credores, em geral bancos e fundos de investimento. No caso do pagamento desse serviço, os montantes necessários a seu enfrentamento devem vir da receita orçamentária do poder público, ou seja, de recursos que são coletados junto à sociedade como um todo, graças ao monopólio de tributação detido pelo Estado. Claro está que, quanto maior a taxa de juros envolvida na emissão desses títulos, tanto maior o naco de recursos públicos que deve ser dirigido ao enriquecimento desse “capital” detido por alguns.

Desde o início dos anos 1990, o Brasil esteve sempre nos primeiros lugares, quando não no primeiro lugar, em termos de taxa de juros. Pagando as taxas mais elevadas do mundo, o Estado brasileiro agiu, durante boa parte desse tempo, como um comprador excêntrico, que escolhe pagar, por uma determinada mercadoria, o preço mais elevado possível — um desatino que permitiu que o dinheiro coletado de toda a sociedade garantisse a farta valorização da riqueza financeira de muito poucos.<sup>32</sup>

**Numa conta rápida, o país gastou, em média, a preços de 2021, no longo período que vai de 1996 a 2021, cerca de R\$ 260 bilhões anuais com pagamento de juros da dívida. Só em 2021 foram mais**

**de R\$ 350 bilhões (para se ter uma ideia do que significa tal cifra, basta lembrar que o orçamento fiscal da União para o mesmo ano foi de R\$ 1,16 trilhão).<sup>33</sup> Além disso, segundo estimativas de Bruno (2021), em artigo reproduzido no presente volume, o fator acumulado da taxa Selic real entre outubro de 1992 e maio de 2020 indica que, ao longo desse período, os juros reais teriam permitido multiplicar em mais de 14 vezes um capital aplicado, desde o ano inicial, sob essa taxa, ou seja, um crescimento de 1300% (só para efeitos de comparação, o crescimento real acumulado do PIB não chegou a 100% no mesmo período).**

**Se juntarmos a esses dados todas as medidas tomadas ao longo dos governos Collor/Itamar, FHC e Lula em benefício da riqueza financeira (PAULANI, 2008), podemos dizer que vivemos, desde o início dos anos 1990, sob a hegemonia do capital financeiro, sobretudo dos grupos associados ao setor bancário-financeiro — ou, como quer Cardoso Jr. (2021), em artigo reproduzido neste volume, trata-se de “um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais”. Vale ainda enfatizar o caráter gramsciano dessa hegemonia: estruturas institucionais permissivas garantem sua efetividade e constante reprodução na formatação da política econômica, com permanente aval do Estado, independentemente da posição ideológica do partido que comanda o governo federal (BRUNO e PAULANI, 2019).<sup>34</sup>**

Um despropósito de dimensão semelhan-

32 Sobre esse ponto, diz Lapyda (2021), em artigo reproduzido no presente volume: “a alocação expressiva em títulos de dívida pública por parte de bancos e investidores institucionais sugere que o rentismo sobre o orçamento público, um dos pilares da financeirização em geral, possui uma importância particular no Brasil.”

33 Para as estimativas aqui apresentadas, os dados foram retirados do IPEADATA, tabela *NFSP - Governo Federal e Banco Central - juros nominais - mensal*; a conversão para preços de 2021 utilizou como deflator o IPCA calculado pelo IBGE.

34 A respeito da primeira gestão Lula, Oliveira (2007) discute a insólita combinação de hegemonia financeira, por um lado, e um governo, em princípio de esquerda, por outro, cunhando, para designar o fenômeno, o termo

te aparece também quando analisamos as *privatizações*, que começaram a ocorrer de modo tênue no início dos anos 1990, com a venda da Usiminas e tiveram seu auge ao final dessa mesma década, quando foram privatizadas a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), e todo o sistema Telebrás, (constituído pela Embratel, 27 empresas de telefonia fixa e 26 de telefonia celular), todas estatais de primeira linha, atuando em setores estratégicos e com elevado potencial de demanda. O programa foi tão agressivo que um insuspeito alto executivo da poderosa corporação espanhola Iberdrola afirmou, referindo-se a ele, que não entendia que razões podia ter um país como o Brasil para vender empresas bem estruturadas e lucrativas.<sup>35</sup> Ele estava questionando a transformação em si, não os preços negociados, nem as formas de pagamento aceitas. E talvez não haja outro país cujas empresas estatais tenham sido vendidas a preço tão vil quanto no Brasil, neste que foi um dos maiores programas de privatização do mundo nessa década.<sup>36</sup>

Começamos com a CVRD, que é um caso especial, porque não se trata apenas de vender uma dada estrutura empresarial, que transforma em bens e serviços um determinado conjunto de insumos, mas de passar às mãos da iniciativa privada o controle sobre um rico subsolo (não só minério de ferro, mas também ouro, bauxita e titânio, dentre outros), patrimônio natural do país, fonte natural de renda para o país. A CVRD, já era uma empresa de capital misto, mas parte substantiva das ações ordinárias (com direito a voto) permanecia nas mãos

do Estado brasileiro (41,7%). Foi, portanto, o controle acionário dessa empresa que foi colocado à venda pelo governo de FHC e o leilão aconteceu em maio de 1997.

O controle da CVRD foi arrematado pelo grupo Vicunha pela irrisória quantia de R\$ 3,3 bilhões, pouco acima do preço mínimo estipulado, de R\$ 2,8 bilhões. Na mesma época, as reservas de minério da empresa estavam estimadas em mais de R\$ 100 bilhões. Só em minério de ferro, estima-se que tais reservas seriam suficientes para abastecer o mundo por 400 anos. Mas nada disso foi considerado na "avaliação" desse ativo para o estabelecimento de seu preço mínimo. Aqui, o Estado brasileiro agiu como um vendedor extravagante, que alienou um valioso patrimônio de sua propriedade ao menor preço possível. Ademais, mesmo irrisório, o valor contou com financiamento do BNDES, ou seja, o banco público, com recursos públicos, financiou o capital privado para a aquisição, a preço de banana, de imensas reservas minerais que faziam parte do patrimônio público. Já o pagamento da parcela à vista também foi facilitado, pois permitiu a utilização de títulos de dívida por seu valor de face como forma de pagamento (esses títulos, chamados pela imprensa de "moedas podres", tinham um valor de mercado muito abaixo de seu valor de face). Tudo somado, é difícil encontrar outro termo, que não *espoliação*, para qualificar tal negócio.

Um dos argumentos muito utilizados à época para justificar as privatizações (e muitas vezes repetido até hoje) era que tais operações permitiriam sanear o Estado,

---

"hegemonia às avessas".

35 No mesmo sentido, porém mais de uma década depois, o Prof. Luiz Carlos Bresser-Pereira, economista de visão progressista, mas que foi ministro do governo FHC, escreverá, em artigo na *Folha de S. Paulo*: "só um tolo entrega a empresas estrangeiras serviços públicos, como são a telefonia fixa e a móvel, que garantem a seus proprietários uma renda permanente e segura".

36 A privatização do sistema Telebrás, por exemplo, foi considerada a de maior porte já realizada no planeta, tendo passado ao controle de grupos privados a 15ª maior empresa de telefonia do mundo (a Telesp). A operação foi chamada por isso de "o negócio do século". Veja-se a respeito Paulani, 1998.

produzindo uma situação fiscal mais estável, já que os recursos seriam utilizados para abater a dívida pública (em poucas palavras, vendiam-se ativos para reduzir passivos). O argumento soa contabilmente razoável, mas basta que se olhem rapidamente os números para perceber que se trata de falácia. No ano de 1997, a preços desse mesmo ano, o governo federal gastou, apenas com o serviço da dívida (não com o principal, não com amortizações) cerca de R\$ 19 bilhões; ou seja, todo o recurso arrecadado pela venda da CVRD, com seus imensos estoques de recursos naturais estratégicos, não cobriu sequer 20% dos gastos com juros daquele ano. Se considerarmos ainda que parte desse valor foi financiada pela própria União através do BNDES, então não sobra nada de argumentos desse tipo.

A venda das 54 companhias de telefonia que constituíam o sistema Telebrás, antes rearranjadas em 12 empresas controladoras, foi a maior privatização já ocorrida no Brasil. Tal como no caso da CVRD, foi o controle acionário detido pelo governo sobre essas empresas (20% das ações) que foi colocado à venda. Como resultado do leilão, ocorrido em julho de 1998, foram arrecadados R\$ 22,1 bilhões. Nesse mesmo ano, o governo pagou cerca de R\$ 50 bilhões só em juros da dívida pública.

Novamente, o argumento de que as privatizações são necessárias para aliviar as despesas do Estado e/ou reduzir seu nível de endividamento não se sustentam, pois o valor levantado com a privatização do sistema Telebrás não cobriu sequer metade do que se gastou com juros no ano em que a operação ocorreu. Vale lembrar que, nos dois anos e meio anteriores à privatização, a União investira R\$ 21 bilhões nas empresas do sistema.<sup>37</sup> Mesmo assim, o preço mínimo estabelecido nesse leilão, em que estava em jogo o controle de todo o conjunto de empresas de telecomunicações do país (54, como adiantamos), foi de módicos R\$ 13,5 bilhões.<sup>38</sup> Lembrando que empresas públicas são construídas com dinheiro público, não há, mais uma vez, palavra melhor para designar o negócio do que *espoliação*.

Como se sabe, é nos anos 1990 que a tese da utilização das privatizações como instrumento adequado para “sanear” o Estado começa a ser fortemente disseminada no Brasil (além de outros argumentos, de veracidade igualmente duvidosa, como os de elevar a eficiência produtiva e alocativa,<sup>39</sup> melhorar os serviços e reduzir os preços). Por trás disso, a força da narrativa neoliberal ganhando corpo por aqui,<sup>40</sup> mostrando o Estado como um mastodonte, cujo único papel era atrapalhar o correto e virtuoso caminho da economia de mercado. Todavia, ainda que esse elemento tenha sido deci-

37 A informação está em Ribeiro Júnior, 2012, p. 68.

38 Vale lembrar que a opção por fatiar o sistema em 12 empresas controladoras facilitou a depreciação de seu preço mínimo, já que as fatias menos nobres do conglomerado deixaram de pegar carona no elevado ágio que, em geral, marca a alienação dos ativos mais cobiçados. Isso talvez explique por que o valor aventado para a Telebrás pelo próprio governo passou de R\$ 40 bilhões, quando pela primeira vez se cogitou da operação ao final de 1995, para R\$ 30 bilhões um ano e meio depois, R\$ 25 bilhões ao final de 1997, chegando aos R\$ 13,5 bilhões em julho de 1998, quando a operação se efetivou.

39 Com relação à eficiência alocativa, ou seja, a ideia de que as privatizações seriam virtuosas porque trariam um aumento da concorrência, ela é completamente desmentida pelos desdobramentos que tais operações tiveram no Brasil, promovendo, na realidade, uma forte concentração de capital em vários dos setores objeto dessas operações. Veja-se a respeito Lazzarini, 2011.

40 Um dos defensores da medida lembra que, no início, antes de ganhar força e transformar o programa brasileiro num dos maiores do mundo, a privatização carecia de apoio político. Admite, inclusive, que, tanto interna quanto externamente ninguém acreditava nem de longe num grande impacto fiscal dessas operações (PINHEIRO, 2000, p. 9).

sivo para o sucesso da política em nosso país, até porque a medida foi abraçada com entusiasmo pela mídia corporativa, havia um fator objetivo a empurrar a conjuntura nessa direção, ou seja, os apóstolos do neoliberalismo pregaram em terreno fértil.

Este fator está associado aos traumáticos anos 1980, quando, abalroada pela espoliação mundial protagonizada pelos EUA, com o súbito e agressivo aumento de sua taxa de juros, uma endividada (externamente) economia brasileira começa a amargar os efeitos conjuntos do colapso externo e da espiral inflacionária interna. Ora, o *Consenso de Washington* parecia fornecer todas as soluções para os problemas de países como o nosso e seu impacto foi tão forte que atingiu indiscriminadamente corações e mentes, da direita à esquerda.

Tendo entrado no Brasil pelas mãos de Fernando Collor, a assimilação definitiva da agenda neoliberal se deu nos governos de FHC. Pegando carona no sucesso do Plano Real, que conseguira estabilizar monetariamente a economia, o referido governo foi tomando, desde o início da primeira gestão (1995-1998), todas as medidas necessárias para transformar o Brasil numa “potência financeira emergente”. Isso implicou a admissão *in totum* do pacote de medidas prescrito, o que associa esse truculento programa de privatizações à desatinada política de juros adotada pelo país em todos os governos desde então. A própria privatização nunca mais saiu da agenda, assim como a reforma da previdência, que enseja sucessivas rodadas de alterações, cujo objetivo é, quase sempre, abrir esse atraente e polpudo mercado à exploração do sistema financeiro privado.<sup>41</sup>

**Assim, um Brasil redemocratizado, mesmo sob as boas irradiações emanadas do fim da ditadura civil-militar e da promulgação da Constituição cidadã, viveu uma década se debatendo com os problemas gêmeos do desequilíbrio externo e da inflação para, depois, sob o signo da espoliação, tornar-se paradigma de um modelo em que o papel do Estado é ensinar a transferência de recursos públicos para a valorização dos capitais privados. Os governos democrático-populares do PT em alguns casos tentaram refrear o processo (caso das privatizações, que tiveram seu vigor sensivelmente diminuído nos governos Lula e Dilma) e em outros contribuíram para sua disseminação (caso da política de juros — que gerou sobrevalorização sistemática do câmbio, contribuindo de modo decisivo para o processo de desindustrialização precoce experimentado pelo país — e da questão previdenciária). O capítulo mais radical dessa história, no entanto, teve início com o golpe que derubou a presidenta Dilma em 2016.**

Os governos do PT caracterizaram-se por combinar uma agenda liberal com políticas sociais de alto impacto (que acabam por aumentar a importância e a presença do Estado na sociedade), além de alguns elementos heterodoxos, isto é, contrários aos cânones da ortodoxia econômica e na contramão, pois, dos expedientes que promovem a espoliação. Na última categoria, enquadram-se, dentre outros, o substantivo crescimento real do salário mínimo, que, via benefícios previdenciários, elevou substancialmente o poder aquisitivo das faixas mais baixas de renda; o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado em 2006,

---

41 Houve uma reforma em 1998 (governo FHC), uma em 2003 (governo Lula), uma em 2015 (governo Dilma) e uma última, em 2019, já no governo Bolsonaro; e ainda continuam a dizer que é preciso mais reformas. No nível do discurso, o objetivo é sempre o de conter os gastos públicos, mas a meta efetiva é transferir ao sistema privado parte substantiva desse imenso mercado. As reivindicações quanto à necessidade de continuidade nas reformas devem-se justamente ao fato de não ter sido aprovada no Congresso, na última reforma (de 2019), a transição do regime de repartição para o regime de capitalização, onde haveria amplo espaço para atuação do sistema privado.



prevendo vultosos investimentos públicos; a mudança na forma de participação do capital privado na exploração das reservas do pré-sal, passando do regime de concessão ao regime de partilha (garantindo a obrigatoriedade de participação da Petrobrás na operação de todos os blocos e condições mais vantajosas para o Estado); a política de conteúdo nacional do governo Dilma; e a peroração da presidenta quanto aos descalabros em termos de *spread* praticados pelos bancos.<sup>42</sup> O grande problema foi ter feito tudo isso (ou tentado fazer) sob a hegemonia do capital financeiro, ou seja, em meio a um entorno institucional inteiramente articulado para o benefício e o protagonismo da riqueza financeira, que foi mantido intocado ou mesmo aprofundado, pelas administrações petistas.

De qualquer forma, a extravagante combinação foi produzindo resultados à sua maneira virtuosos, pois, em curto espaço de tempo, quase extinguiu a miséria absoluta e reduziu significativamente a desigualdade de renda no país (ainda que o tenha feito apenas na esfera dos rendimentos do trabalho, já que não mexeu com os ganhos do capital).<sup>43</sup> O advento da crise financeira internacional ao final de 2008 e suas consequências para os países emergentes começaram a desmanchar a conciliação que esse arranjo permitia.<sup>44</sup> De início driblada pelos expedientes de subsídios aos setores de maior efeito multiplicador (automóveis e eletrodomésticos) e por uma agressiva expansão do crédito ao consumidor, a crise, no entanto, veio a se agravar no início da

primeira gestão da presidenta Dilma.

Tal agravamento foi enfrentado com uma errônea política de aposta no investimento privado, via desoneração da folha de pagamentos das empresas, e por uma combinação de relaxamento da política monetária (redução da taxa de juros para conseguir desvalorizar o câmbio) com aperto fiscal. A ausência de resposta do investimento privado a esses estímulos, o corte efetuado nos investimentos públicos para criar o espaço às desonerações, o esgotamento dos impulsos derivados do consumo e a continuidade da crise externa, com enorme redução do preço e do volume das *commodities* exportadas pelo país, começaram a produzir resultados sofríveis do ponto de vista do crescimento. Além disso, em 2014, gerou-se, pela primeira vez desde 2002, um resultado primário negativo, o que inflou de vez os discursos neoliberais contra a gestão da presidenta.

O agravamento do cenário econômico levou à conturbação do cenário político e à difusão do *terrorismo econômico*, fazendo com que o país, depois das manifestações de maio/junho de 2013, se encaminhasse praticamente dividido às eleições presidenciais de 2014. Os dois modelos estavam aí em disputa: de um lado, a tentativa de, mesmo em meio à crise, dar continuidade ao modelo conciliatório (chamado por alguns de neodesenvolvimentismo),<sup>45</sup> de outro, a busca por resgatar *in totum* a agenda neoliberal e romper com esse modelo. Vencida a eleição, por pequena margem de diferença, por Dilma, sua segunda gestão, no

42 A respeito dos dois últimos pontos, veja-se Singer, 2018, p. 43-46.

43 Em estudo de 2018, utilizando dados das declarações de imposto de renda da pessoa física (as pesquisas usuais utilizam informações domiciliares disponibilizadas na PNAD-IBGE), Medeiros e Castro concluem que, entre 2006 e 2012, cresceu a participação dos rendimentos de capital no topo da distribuição de renda, onde eles são extremamente concentrados. Assim, "o comportamento da desigualdade entre 2006 e 2012 parece estar associado a um aumento das rendas de capital no topo da distribuição, compensando uma desconcentração dos rendimentos do trabalho" (MEDEIROS e CASTRO, 2018, p. 496).

44 A partir deste ponto, reproduzo argumentos já utilizados em Paulani (2016b) e Paulani (2021).

45 Para argumentos contrários à utilização do termo, veja-se Paulani, 2017.

entanto começou sob a égide da política de austeridade, comandada por um prócer do mercado financeiro. Este novo e fatal erro derrubou de vez a economia (2015 fechou com queda de 3,6% no PIB e enorme elevação do desemprego) e abriu o espaço político à contestação do segundo mandato da presidenta.

Para além das querelas político-partidárias, o golpe de 2016 tinha um objetivo claro: completar o trabalho que começara no Brasil no início dos anos 1990 e que, do ponto de vista de seus defensores, teria ficado a meio caminho. O instrumento para tanto estava dado no programa *Ponte para o Futuro* patrocinado pelo ex-vice-presidente Michel Temer, um programa neoliberal puro, ou seja, sem os atenuantes sociais dos governos do PT.<sup>46</sup> A inquietação que cozinhou em fogo brando desde as manifestações de 2013 escancarou o espaço político, no início de 2016, para pôr um ponto final a esta sorte de “neoliberalismo progressista de Estado” (com perdão da heterodoxia),<sup>47</sup> que estava no poder desde 2003.

**A agenda de espoliação e destruição do Estado social constava por inteiro do programa de Temer: o teto de gastos, o fim das vinculações constitucionais de educação e saúde, a livre negociação trabalhista, a terceirização total, o endurecimento de regras e capitalização da previdência, a privatização sem peias, a liberdade comercial plena (fazendo tábula rasa de Mercosul, BRICS, etc.). Do golpe para cá, vimos boa parte dessas medidas serem efetivadas, primeiro com**

**Temer e depois com Bolsonaro.**

**A eleição de Bolsonaro, que associou sua visão conservadora e autoritária ao ultraliberalismo de Paulo Guedes, radicalizou em vários sentidos os expedientes de espoliação já conhecidos e associados à privatização e às reformas do Estado,<sup>48</sup> além de possibilitar a aprovação de mais uma reforma da previdência, uma nova rodada de alterações na legislação trabalhista, a independência do Banco Central e mudanças na política cambial que abrem as portas para a dolarização da economia brasileira (Lei nº 14.286/2021). Além disso, agregou a esse pacote a utilização despuddorada de patrimônios nacionais para o fomento da acumulação privada, vide o desmatamento da floresta amazônica para benefício do agronegócio (que é estimulado ao invés de combatido) e o projeto de lei para tornar legal a hoje ilegal e violenta garimpagem em terras indígenas.**

Assim, o capítulo “golpe + eleição de Bolsonaro” retomou com toda a violência a agenda de expedientes espoliativos, elevando de vez o Brasil a paradigma do modelo que emprega os recursos públicos não em benefício da comunidade pressuposta à atuação do Estado, mas, escancaradamente, em benefício do enriquecimento de alguns.

---

46 Em reunião no *Council of the Americas* em Nova York no final de setembro de 2016, um Temer já presidente admitiu, com todas as letras, que Dilma sofreu *impeachment* por não ter concordado com a aplicação do citado programa: <https://exame.com/brasil/dilma-caiu-por-nao-apoiar-ponte-para-o-futuro-diz-temer/>

47 Me aproprio aqui, livremente, de termo difundido por Nancy Fraser e que alude à captura pelo capitalismo financeiro e cognitivo (conglomerados de tecnologia de informação e comunicação) das lutas progressistas de movimentos sociais como o feminismo, o antirracismo e os direitos LGBTQ+. Vide, por exemplo, a entrevista da socióloga ao jornal *Brasil de Fato* realizada em 27 de janeiro de 2017. Disponível em: <https://www.brasildefato.com.br/2017/01/27/o-fim-do-neoliberalismo-progressista>

48 Em Paulani (2021), faço um balanço de maior fôlego das destruições associadas ao governo Bolsonaro.

## Referências

- ABÍLIO, Ludmila C. (2021). Uberização, Autogerenciamento e o Governo de Viração. *Margem Esquerda*, número 36, p. 55-69
- ALMEIDA FILHO, Niemeyer e PAULANI, Leda M. (2011). Regulação Social e Acumulação por Espoliação: reflexão sobre a essencialidade das teses da financeirização e da natureza do Estado na caracterização do capitalismo contemporâneo. *Economia e Sociedade*, vol. 20, número 2.
- ANDERSON, Benedict (2005). *Comunidades Imaginadas - Reflexões sobre a Origem e a Expansão dos Nacionalismos*. Lisboa: Edições 70
- ARRIGHI, Giovanni (1997). *A Ilusão do Desenvolvimentismo*. Petrópolis: Vozes. Coleção Zero à Esquerda.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz C. (2010). O Menino Tolo. *Folha de São Paulo*, Caderno Mundo, 18 de julho
- BRUNO, Miguel A. P. (2021). A Financeirização como Limite Estrutural ao Desenvolvimento: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos. *Cadernos da Reforma Administrativa*, número 25. Fonacate
- BRUNO, Miguel A. P. e PAULANI, Leda M. (2019). "Developmentalist policies in financialized economies: contradictions and impasses of the Brazilian case". *Working paper* apresentado no *IV Workshop of New Developmentalism*, realizado em julho de 2019 na Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV EESP).
- CARDOSO JR, José C. (2021). Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil. *Cadernos da Reforma Administrativa*, número 24. Fonacate.
- CARNOY, Martin (1988). *Estado e Teoria Política*. Campinas: Papius
- CHESNAIS, François (2016). *Finance Capital Today - Corporations and Banks in the last Global Slumps*. Leiden; Boston: Brill, Historical Materialism, Book Series
- FAUSTO, Ruy (1987). *Marx - Lógica & Política - Tomo II*. São Paulo: Brasiliense
- FIORI, José Luis (2014). *História, Estratégia e Desenvolvimento - Para uma Geopolítica do Capitalismo*. São Paulo: Boitempo
- GRAMSCI, Antonio (2000). *Cadernos do Cárcere - volume 3*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira
- GUTTMANN, R. (1998). As Mutações do Capital Financeiro. In: CHESNAIS, F. (org.) *A Mundialização Financeira*. São Paulo: Xamã
- GUTTMANN, R. (2008). Uma Introdução ao Capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos Estudos CEBRAP*, nº 82.
- HARVEY, David (2000). *A Condição Pós-Moderna*. São Paulo: Loyola
- HARVEY, David (2004). *O Novo Imperialismo*. São Paulo: Loyola
- HARVEY, David (2006). *Limits to Capital*. Londres: Verso
- HARVEY, David (2017). *A Loucura da Razão Capitalista*. São Paulo: Boitempo
- HEINRICH, Michael (2013). Crisis Theory - The Law of the Tendency of the Profit Rate to Fall, and Marx's Studies in the 1870's. *Monthly Review*, 1/4/2013. Disponível em: <https://>

[monthlyreview.org/2013/04/01/crisis-theory-the-law-of-the-tendency-of-the-profit-rate-to-fall-and-marxs-studies-in-the-1870s/](http://monthlyreview.org/2013/04/01/crisis-theory-the-law-of-the-tendency-of-the-profit-rate-to-fall-and-marxs-studies-in-the-1870s/). Acesso em 2/12/2021

HIRSCH, Joachim (1978). The State apparatus and Social Reproduction: elements of a theory of the bourgeois State. In HOLLOWAY, J. & PICCIOTTO, S. *State and Capital: a Marxist debate*. London: Edward Arnold (publishers) Ltd. pp 57-107

INWOOD, Michael (1997). *Dicionário Hegel*. Rio de Janeiro: Zahar

LAPAVITSAS, C. (2009). Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*, vol.17, número 2, p.114-118.

LAPYDA, Ilan (2021). Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil no Século XXI. *Cadernos da Reforma Administrativa*, número 23. Fonacate

LAZZARINI, Sérgio G. (2011). *Capitalismo de Laços - os donos do Brasil e suas conexões*. São Paulo: Elsevier.

LIGUORI, Guido (2017). Estado. In: LIGUORI, Guido e VOZA, Pasquale (org.). *Dicionário Gramsciano*. São Paulo: Boitempo

MARX, Karl. (2005[1943]). *Crítica à Filosofia do Direito de Hegel*. São Paulo: Boitempo

MARX, Karl. (1978[1859]). *Contribuição à Crítica da Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural. Coleção "Os Pensadores"

MARX, Karl (1983[1867]). *O Capital - Livro I (Tomos I e II)*. São Paulo: Abril Cultural. Coleção "Os Economistas"

MARX, Karl (1985[1895]). *O Capital - Livro III (Tomos I e II)*. São Paulo: Abril Cultural. Coleção "Os Economistas"

MASCARO, Alysson L. (2013). *Estado e forma Política*. São Paulo: Boitempo

MOSELEY, Fred (2005). *Marx's Theory of Money - Modern Appraisals*. Hampshire, New York: Palgrave - Macmillan

OLIVEIRA, Francisco (2007). Hegemonia às Avessas. *Piauí*, número 4.

PACHUKANIS, Evguiéni (2017[1924]). *Teoria Geral do Direito e Marxismo*. São Paulo: Boitempo

PAULANI, Leda M. (1998). A Dança dos Capitais. *Praga - revista de estudos marxistas*, número 6.

PAULANI, Leda M. (2008). *Brasil Delivery*. São Paulo: Boitempo

PAULANI, Leda M. (2010). Capitalismo Financeiro, Estado de Emergência Econômico e Hegemonia às Avessas no Brasil. In: OLIVEIRA, Francisco, BRAGA, Ruy e RIZEK, Cibele (org.). *Hegemonia às Avessas*. São Paulo: Boitempo

PAULANI, Leda M. (2012). A Crise e o Futuro do Capitalismo. In: BRESSER-PEREIRA, Luiz C. (org.). *Depois da Crise - A China no Centro do Mundo?* Rio de Janeiro: Editora FGV

PAULANI, Leda M. (2014). Money in Contemporary Capitalism and The Autonomization of Capitalist Forms in Marx's Theory. *Cambridge Journal of Economics*, volume 38, número 4, p. 779-798

PAULANI, Leda M. (2016a). Acumulação e Rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. *Revista de Economia Política*, vol. 36,

número 3

PAULANI, Leda M. (2016b). Ponte para o Abismo. In: JINKINGS, Ivana, DORIA, Kim e CLETO, Murilo (org.) *Por que gritamos golpe*. São Paulo: Boitempo.

PAULANI, Leda M. (2017). A Experiência Brasileira entre 2003 e 2014: Neodesenvolvimento? *Cadernos do Desenvolvimento* (Centro Internacional Celso Furtado), volume 12, número 20, p. 135-156

PAULANI, Leda M. (2019). Money. In: *The Oxford Handbook of Karl Marx*. Oxford: Oxford University Press.

PAULANI, Leda M. (2021). Choque Neoliberal, Fascismo Cultural e Pandemia: a destruição do Estado no Brasil. In: MARINGONI, Gilberto (org.) *A Volta do Estado Planejador – Neoliberalismo em Xequê*. São Paulo: Contracorrente

PINHEIRO, Armando C. (2000). Apresentação. In: PINHEIRO, A. C. e FUKASAKU, K. (org.) *Privatização no Brasil: o caso dos serviços industriais de utilidade pública*. Brasília: BNDES - Biblioteca Digital

PRADO, Eleutério F. S. (2005). *A Desmedida do Valor*. São Paulo: Xamã

RIBEIRO JR., Amaury (2011). *A Privatária Tucana*. São Paulo: Geração Editorial

SINGER, André (2020). *O Lulismo em Crise – Um Quebra-Cabeça do Período Dilma*. São Paulo: Companhia das Letras

STREECK, Wolfgang (2018). *Tempo Comprado - A Crise Adiada do Capitalismo Democrático*. São Paulo: Boitempo

VAROUFAKIS, Yannis (2016). *O Minotauro Global*. São Paulo: Autonomia Literária.

# 3 Aporias da Política Monetária em Perspectiva Histórica

*Luiz Gonzaga Belluzzo<sup>1</sup>*

*Lício da Costa Raimundo<sup>2</sup>*

*Saulo Abouchedid<sup>3</sup>*

## Resumo

O artigo busca oferecer uma compreensão sobre o papel da moeda em uma economia capitalista, separando, de um lado, aquelas concepções que em última instância dão base às políticas e institucionalidades do presente e, por outro, aquelas concepções que apontem para a construção de uma gestão monetária que permita, no limite, a manutenção dos elos que conferem coesão ao tecido social e, ao mesmo tempo, conduzam a uma retomada da perspectiva da construção de uma sociedade calcada nos princípios da igualdade, da justiça e do desenvolvimento.

Outrossim, tenta-se oferecer uma retomada histórica que permita observar as aporias do presente a partir de uma pers-

pectiva que minimamente nos explique como foi que chegamos aos impasses do momento atual. Para tanto, apresentam-se as duas principais concepções em torno das quais entende-se o conceito de moeda em uma sociedade capitalista. Tais concepções embasam as políticas de gestão atualmente vigente da moeda e do crédito e sua alternativa, além das concepções institucionais a elas correspondentes.

Além disso, procede-se a uma leitura histórica dos fatos que nos trouxeram até aqui, confrontando a relação entre endividamento público e endividamento privado. Por fim, trata-se de rememorar, em seus aspectos centrais, o Plano Keynes e perceber a atualidade de suas propostas.

---

1 Professor Titular do IE/UNICAMP e professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

2 Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

3 Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

## 1. Introdução

As experiências recentes de políticas monetárias não-convencionais, implantadas não apenas nos países centrais, mas também nos periféricos desde a crise de 2008, não surtiram os efeitos desejados. Observa-se, por um lado, um crescimento das dívidas públicas semelhante apenas àquele observado quando da crise dos anos 1930, por outro, um visível *descolamento* entre a retomada do crescimento dos preços dos ativos financeiros e a tímida ou inexistente retomada do crescimento do produto, do emprego e da renda do trabalho. Encalacrados nas certezas da velha ordem, repetimos a história, dessa vez como farsa, e insistimos nas políticas formuladas com base no comportamento individual preconizado pelas teorias convencionais: equilíbrio fiscal e Banco Central independente.

Esse último, recém inaugurado no Brasil na forma da Lei Complementar 179/21, promete entregar uma taxa de inflação que oscile pouco e se mantenha em patamares baixos, para que o mecanismo de formação de expectativas possa funcionar sem atritos. Esgrimindo o único instrumento de que pode dispor de forma eficaz, a taxa de juros de curto prazo, o Banco Central (BC) promete entregar o ambiente que permitiria aos agentes econômicos racionais atingirem, como resultado de sua busca individual por plena satisfação em um contexto de ampla liberdade de ação e escolha, o *nirvana* de um estado de equilíbrio de pleno emprego.

De acordo com a teoria macroeconômica novo-keynesiana, baseada na hipótese das expectativas racionais, o papel do setor público deveria ser o de atuar para eliminar e/ou diminuir ao máximo possível os ruídos, muitas vezes causados pelo próprio funcionamento do mercado, que são geradores de falhas de comunicação entre os agentes privados e que conduzem a um resultado sub-ótimo nos níveis de utilização

dos recursos, dada a disponibilidade dos fatores de produção e o estado da tecnologia. Ao Estado caberia tentar construir mecanismos que maximizem a transparência e a previsibilidade de suas ações e decisões, minimizando a possibilidade de causar choques adversos nas expectativas dos agentes tomadores de decisões. Frente a tal arcabouço teórico, cabe ao setor público abrir mão de ações intempestivas e procurar orientar o mercado da maneira a mais clara possível sobre quais são e serão, de acordo com sua perspectiva e em um futuro previsível, os fundamentos da economia.

O BC, agora, tem um mandato e precisa cumprir sua missão. Frente a seu mandato, o BC volta-se para as ferramentas de que dispõe para cumpri-lo. Por um lado, encontra os três instrumentos clássicos de política monetária: os depósitos compulsórios, as linhas de assistência à liquidez e o *open market*. De outro, o BC observa as políticas macro prudenciais e as estratégias de persuasão por meio da comunicação com o mercado.

Ao BC cabe a fixação de um dos fundamentos centrais desse ambiente: a taxa de juros de curto prazo. Sempre atento à necessidade de que se evitem choques no *information set* dos agentes racionais, o BC deve eximir-se de mudanças na política relativa às reservas compulsórias e mesmo às linhas de assistência à liquidez, definindo seus parâmetros e evitando alterá-los abruptamente. Para o instrumento do *open market*, a *melhor prática* seria adotar o modelo norte-americano, onde o BC (*Federal Reserve*) apenas fixa o preço de compra (e de venda) das reservas bancárias e se compromete a comprar e/ou vender qualquer quantidade de reservas desejadas pelo mercado bancário. Tal prática, considerada a melhor pois a mais transparente possível, implica que o BC abra mão de fixar a quantidade de reservas, controlando apenas seu preço de maneira plenamente

previsível, mediante antecipações das taxas que irão vigor no futuro via reuniões periódicas de um comitê decisor vinculado institucionalmente ao BC. Na prática, tal perspectiva implica em abrir mão de dois dos três instrumentos clássicos de política monetária, os compulsórios e o redesconto, tornando a fixação da taxa básica de juros a única ferramenta disponível para que o BC cumpra seu mandato.

De posse dessa sua única ferramenta, o BC encara os canais de transmissão que podem fazer suas decisões sobre a taxa de juros básica chegar aos seus objetivos. Classicamente, o BC guarda três objetivos: a estabilidade do emprego, a estabilidade dos mercados de crédito e financeiros e a estabilidade da inflação. Abandonado o primeiro (que inclusive desapareceu dos estatutos dos BCs mais recentemente instituídos, como o Banco Central Europeu, por exemplo) e sem saber como proceder frente ao segundo dos objetivos, o BC lança mão de sua única ferramenta e concentra-se em garantir a estabilidade inflacionária.

No caso brasileiro, o BC depara-se com algumas dificuldades: o canal de transmissão do crédito parece pouco eficiente, uma vez que a inflação ora em curso não provém de um excesso de crédito, fruto de uma perspectiva otimista quanto ao futuro tanto de bancos credores quanto de consumidores e produtores, ávidos por gastar em antecipação a um período de bonança que se aproxima. Muito pelo contrário, o momento é de extrema e disseminada desconfiança em relação à capacidade de a economia retomar taxas minimamente razoáveis de crescimento. Por outro lado, o canal de transmissão do câmbio parece cada vez menos responsivo aos movimentos da taxa de juros de curto prazo, movendo-se por força das entradas e saídas de capitais estrangeiros e nacionais que buscam oportunidades de curto prazo de ganhos de capitais nos mercados de títulos de dívida e de capitais. Esse mesmo movimento de entra-

da e saída de capitais especulativos parece reduzir a capacidade da taxa de juros de curto prazo influenciar o canal de transmissão dos preços dos ativos, via efeito das taxas curtas nas taxas longas nos mercados de dívida (dívida pública, sobretudo) bastante incertos e imprecisos. Resta ao BC o canal de transmissão das expectativas. Apenas esse canal parece responder aos apelos do BC brasileiro, pelo menos assim lhe parece.

O fato é que os BCs ao redor do mundo, com exceção daqueles que estão imersos em uma institucionalidade bastante distinta dos BCs da maioria dos países ocidentais, como o Banco Popular da China, por exemplo, têm uma imensa carga de responsabilidade e uma gama de recursos e instrumentos bastante reduzida para cumpri-la. Sua independência, que parte da hipótese de que apenas um BC autônomo e independente pode desvencilhar-se das más influências da política e entregar um conjunto de bens públicos essenciais (as referidas estabilidades de emprego, dos mercados e da inflação), defronta-se com a realidade da escassez de ferramentas e meios capazes de lhe permitir cumprir com suas obrigações.

Tal armadilha teórica e institucional impõe aos BCs de todo o mundo ocidental (Japão incluído) hesitações insuperáveis. Incapazes de entregar sua mercadoria (inflações sob controle, mas acima de tudo pleno emprego e estabilidade social), os BCs entrincheiram-se com sua artilharia teórica em suas casamatas institucionais. Se a realidade não responde como o esperado às políticas econômicas e principalmente monetárias, pior para a realidade. O BC segue seu mandato, pois esse seria o papel que lhe cabe em uma sociedade democrática.

No fundo, a incapacidade de *superação* das aporias teóricas e institucionais, que se apresentam hoje como uma espécie de *verdade revelada*, mora em nossa incapacidade coletiva de pensar outras alterna-



tivas de arranjos teórico/institucionais e de construir *novas* disposições políticas/econômicas que permitam a construção de *novas* perspectivas para o crescimento e sobretudo para o desenvolvimento econômico e social. A emergência do *novo* só pode partir de um entendimento acerca das limitações, contradições e impasses relacionados com o *velho*.

**Para tanto, é imprescindível uma compreensão sobre o papel da moeda em uma economia capitalista, separando, de um lado, aquelas concepções que em última instância dão base às políticas e institucionalidades do presente e, por outro, aquelas concepções que apontem para a construção de uma gestão monetária que permita, no limite, a manutenção dos elos que conferem coesão ao tecido social e, ao mesmo tempo, conduzam a uma retomada da perspectiva da construção de uma sociedade calcada nos princípios da igualdade, da justiça e do desenvolvimento.** De outro modo, é imprescindível proceder-se a uma retomada histórica que permita observar as aporias do presente a partir de uma perspectiva que minimamente nos explique como foi que chegamos aos impasses do presente.

Assim, as seções 2 e 3 que se seguem apresentarão, em suas linhas mestras, as duas principais concepções em torno das quais entende-se o conceito de moeda em uma sociedade capitalista. Tais concepções embasam as políticas de gestão da moeda e do crédito atualmente vigente e sua alternativa, além das concepções institucionais a elas correspondentes. Nas seções 4 e 5, por sua vez, procede-se a uma leitura histórica dos fatos que nos trouxeram até aqui. Na seção 6, confronta-se a relação entre endividamento público e endividamento privado. Na seção 7, trata-se de recordar, em seus aspectos centrais, o Plano Keynes e perceber a atualidade de suas propostas. Segue-se por fim as considerações finais.

## 2. A moeda-mercadoria

O essencial da orientação teórica e da construção institucional dos BCs na atualidade está ancorada em uma certa percepção do que é a moeda em uma sociedade organizada em moldes capitalistas. Tal percepção é a da *moeda como moeda-mercadoria* e tem por fundamento a concepção de uma sociedade na qual o conflito social está concentrado na concorrência confinada ao âmbito de produtores independentes e que se dá basicamente em torno do mecanismo de aprimoramento da base técnica sobre a qual se apoia a coletividade. As diferenças de ganho de produtividade dos diversos produtores de bens de elevado grau de homogeneidade permitiriam circunscrever o conflito social ao âmbito técnico. Os agentes econômicos mais aptos, ou seja, mais produtivos, vicejariam, ao passo que aqueles que não conseguissem acompanhar o ritmo do progresso técnico, pereceriam. Desta forma, a sociedade se organizaria sobre uma base de contínuo ganho técnico que se alastra por toda a coletividade na forma de menores preços, produtos de maior qualidade, novos bens e serviços, sempre no interesse do cada vez maior bem-estar social.

Não é, no entanto, da benevolência do padeiro ou do açougueiro que provém o pão e a carne. Nessa sociedade, a busca do interesse individual tem uma *dupla ligação estrutural* com as formas essenciais de organização social: por um lado, é a busca do maior interesse individual que tem como resultado a harmonia social e o progresso econômico. Ao buscar seu próprio interesse, cada um dos produtores independentes contribui para a ampliação do nível do progresso técnico geral, resultando em um incremento de bem-estar coletivo, nas formas apontadas. Uma sociedade mais rica e próspera, além de mais justa e harmônica, seria o resultado do pleno exercício da liberdade econômica desfrutada de cada um de seus membros.

Por outro lado, a possibilidade de que esta sociedade funcione, continuamente, gerando cada vez mais progresso social, ancora-se na *racionalidade* que preside os atos isolados e independentes de cada um dos produtores individuais. É essa racionalidade, inata e comum a todos os homens, que resolve *a priori* a questão da efetividade da troca e, antes até, da decisão de produção de um excedente voltado à troca. Certos de que encontrarão seres racionais quando se apresentarem no mercado para o ato de troca, os indivíduos propõem-se a produzir excedentes que lhes permitirão maximizar seu próprio bem-estar e, como consequência, o bem-estar de toda a coletividade. Esse bem-estar é ampliado não apenas por força do acesso a bens e serviços de qualidades distintas daqueles produzidos por cada um dos produtores isolados, mas sobretudo porque ao se especializar na produção de um determinado bem, cada indivíduo obtém ganhos de produtividade que resultarão em menores preços e em maiores quantidades de bens obtidos em troca dos seus.

Ao final e ao cabo, toda a coletividade estará melhor porque cada um dos seus membros pôde (teve a liberdade para) buscar seu próprio interesse. A racionalidade inata, a liberdade de ação e de escolha e a possibilidade de ampla circulação de bens e serviços garantem que o resultado final seja a melhor e mais justa distribuição de riquezas a todos os participantes dessa coletividade.

Nessa sociedade, o Estado tem um papel decisivo: a garantia de um ambiente de *liberdade* para que cada indivíduo possa buscar sua máxima satisfação. Tal ambiente não pode, de forma alguma, limitar

as liberdades de alguns em benefício da liberdade de outros, daí o papel central do Estado em combater qualquer formação monopólica. O exercício da força por parte do Estado se legitima, aqui, na medida em que ela funciona como um garantidor da liberdade individual. Na esteira desse processo, cabe igualmente ao Estado garantir a plena transparência de suas ações para que não sejam gerados ruídos que poderiam confundir os agentes maximizadores, acarretando, com isso, resultados sub-ótimos de interação social. Daí compreender-se o papel central do Banco Central independente como promotor e fomentador de um ambiente de plena informação, sem surpresas, sem ruídos desestabilizadores da ação individual.

Nesse tipo de conformação social, a moeda tem um papel meramente secundário. Ela serve como um elemento facilitador das trocas e, além disso, funciona como unidade de conta e reserva de valor. Mas não há papel para a moeda como elo da relação social entre os produtores independentes. Estes já foram pré-conciliados pela ação decisiva de sua própria racionalidade, manifesta de forma espontânea mediante a liberdade e a transparência garantidas previamente pela ação Estatal.

Se desse arranjo social fosse retirado esse *véu monetário*, nada mudaria em essência. Os indivíduos criariam suas próprias relações de troca e suas próprias moedas a partir de seus hábitos pretéritos e dos custos de produção de seus bens e serviços. A moeda aqui não é mais que uma *tecnologia social*. Algo que nasce para auxiliar o processo de troca e para torná-lo mais produtivo e eficaz.

### 3. A moeda como um fato social total

Em Marx e Keynes a moeda adquire outro estatuto. Aqui, a moeda é um *fato social total*,<sup>4</sup> no sentido de ser elemento central da organização capitalista. A moeda precede os atos dos produtores independentes, sendo a racionalidade desses um fator insuficiente para a ancoragem da organização social. Na sociedade capitalista vige a luta diária pela apropriação da riqueza, velha (já existente) e nova. Nessa luta encarnçada, os instrumentos voltados ao aumento da produtividade do trabalho não são as únicas armas da concorrência. Os mecanismos de poder se estendem a toda uma gama de opções, legais e nem tanto, voltadas a superar a concorrência na sua acumulativa de riqueza. Nessa sociedade, *riqueza é sinônimo de poder*.

A luta social ganha uma dimensão decisiva: a dimensão monetária, que envolve o Estado e todos os agentes privados. Estes buscam simultaneamente corromper e preservar a estabilidade do padrão monetário, em um movimento contraditório próprio do funcionamento de uma economia capitalista. Corromper, pois por um lado trata-se de apropriar-se da riqueza mesmo que à custa da ruptura do padrão monetário. Preservar, pois o padrão monetário é o único critério de medida da riqueza já acumulada em circuitos prévios de acumulação. Tal *ambivalência* estaria no cerne da questão monetária, sendo mesmo sua característica mais expressiva.

**O dinheiro é, aqui, a argamassa das relações nas economias capitalistas. O mercado só funciona quando esse senhor dos destinos permite, ou melhor, faz circular as mercadorias, os ativos e chancela o valor da riqueza.**

Essa socialização da riqueza significa não apenas que o crédito permite o aumento

das escalas produtivas, da massa de trabalhadores reunidos sob o comando de um só capitalista. Significa mais que isso: os capitais individuais passam a ser mais interdependentes e “solidários” no sistema de crédito e, portanto, mais sujeitos a episódios de crises sistêmicas. A “separação” entre o capital em funções (produtivo) e o capital a juros (capital-propriedade) promove a subordinação “solidária” do capital produtivo à sua forma mais “desencarnada”.

**Nesta sociedade, não há arranjo social harmônico e a justiça social não emerge do livre jogo das ações individuais dos produtores independentes em sua busca pela maximização de seu interesse individual. O que impera nesse arranjo social é a constante desarmonia, a permanente ruptura das condições pretéritas, a reiterada violência, fruto da tentativa constante e incansável de eliminar a concorrência. Longe de limitar-se aos padrões impostos pelas formas de desenvolvimento tecnológico, a violência da concorrência só encontra seus limites, ainda que provisórios, quando confrontada pela violência daquele que tem a legitimidade de propor o padrão monetário: o Estado.**

A ruptura do padrão monetário, imposta pelo próprio jogo de forças atuantes na economia, impõe de forma permanente, por um lado, a busca da impossível, porém necessária, estabilidade do padrão de referência e de cálculo da riqueza social. De outro, tal ruptura exige a presença do Estado, que busca restituir as condições de acumulação, condições que se confundem com aquelas necessárias para que, no capitalismo, o próprio processo de reprodução social ocorra.

**O Estado, muito mais que um simples ator que assiste ao drama social e eco-**

4 Mauss (2007)

nômico de uma posição exterior, é figura central da trama, na medida em que cabe a ele, em *comum acordo* com os proprietários da maquinaria capitalista, a restauração das condições de organização social, que tem no padrão monetário sua peça central. Assim, o Estado também está sujeito às tentações que conduzem à ruptura do padrão monetário, e neste sentido busca equilibrar-se em um arranjo no qual seus mecanismos de poder estão limitados pelos desejos e impulsos dos proprietários dos meios de produção. Estes não permitem ao Estado expandir ilimitadamente a dívida pública, assim como, simultaneamente, o próprio Estado estabelece limites à ampliação considerada desmesurada das várias formas de moeda privada (crédito). Nesse jogo em que a estabilidade monetária está em permanente risco de ruptura, Estado e o grande capital estabelecem, institucionalmente, regras de expansão monetária.

O Estado é o senhor da moeda, mas os bancos, sob a supervisão e o controle do Banco Central, são incumbidos da criação monetária mediante operações de crédito, o que permite a antecipação de expectativas futuras de produção e emprego, em virtude da tomada de risco pelos devedores, amparada na capacidade de alavancagem da atividade bancária.

Muito diferente da estrutura da economia política clássica, apresentada na seção 2, a percepção da *moeda como expressão de um feixe de contradições* não admite a existência de uma gestão monetária e de dívida pública, por parte do Banco Central e do Tesouro Nacional, que não esteja de acordo com os *impulsos e perspectivas do grande capital, nacional e estrangeiro*. Esse busca moldar a gestão monetária de forma mais permissiva ou mais conservadora, de acordo com suas estratégias específicas e momentâneas de valorização do capital.

Sem poder escapar à contradição que está na base da organização capitalista, a gestão da moeda não conhece a noção de equilíbrio. O desequilíbrio é sua norma, na medida mesma do movimento das estruturas do sistema e de seus espasmos de criação e destruição de riqueza.

#### 4. A permanente oscilação entre centralização e fragmentação nos sistemas monetários

Conforme Aglietta & Orléan (1982), a dimensão pública e privada da moeda relatada acima reflete a coexistência de um sistema homogêneo e um sistema fragmentado, conformando um sistema hierarquizado, no qual a moeda central (ou a moeda estatal) permite a conversão de todas as moedas secundárias, criadas e sob posse dos agentes privados no sistema fragmentado. No entanto, não se pode supor a forma precisa desse sistema hierarquizado, o peso entre as moedas secundárias e centrais e nem as relações que tais sistemas refletem. Essas características dependem do contexto histórico e social, que determinam a concretude das relações monetárias. Ou seja, seguindo os autores supracitados, a relação entre fragmentação e centralização só existe a partir de uma análise lógica e histórica, que dá sentido à tensão existente entre essas duas dimensões.

Partindo do método lógico-histórico, a desregulamentação e a desintermediação dos sistemas financeiros nacionais após os anos 1970 reconfiguraram o sistema hierarquizado, dando novas formas às moedas secundárias e centrais. A expansão da liquidez por meio dos mercados de capitais deu peso significativo ao sistema fragmentado em relação ao sistema central. Neste contexto, a profusão de novos instrumentos financeiros, criados e demandados por instituições financeiras bancárias e não bancárias, impulsionou o crédito e, portanto, a criação de moeda privada e a fragmenta-

ção. Essa nova dinâmica dos sistemas financeiros contemporâneos, por sua vez, estimulou a formação de bolhas financeiras, tornando o equilíbrio entre os sistemas central e fragmentado ainda mais precário e a ordem monetária mais instável.

Embora as bolhas financeiras neste período, tanto em países desenvolvidos quanto em países periféricos, tenham elementos distintos, há características comuns que conformam a relação centralização-fragmentação no contexto da liberalização financeira. Conforme Aglietta (2018, p. 269), a fase expansiva do ciclo financeiro se funda na expectativa de subida dos preços dos ativos, que garante o *funding* abundante para as instituições financeiras (bancárias e não bancárias), permitindo, por sua vez, a continuidade do crescimento do crédito e da alavancagem dessas instituições. Esse mecanismo provoca por sua vez nova rodada de crescimento do preço dos ativos e redução da percepção dos riscos, gerando um *movimento autorreferencial*.

A partir do momento que esse ciclo de expansão se reverte, a crise no sistema fragmentado se reflete por meio da deflação dos ativos e da corrida à moeda central no sistema homogêneo, que mediatiza toda a violência da moeda. As crises financeiras, portanto, deixam explícita a ambivalência entre a instituição central (que delimita os aspectos públicos da moeda) e os interesses privados que a funda e, ao mesmo tempo, são distintos dela (Aglietta & Orléan, 1982).

Dentro do contexto pós-2008, o crescimento recente das *criptomoedas* em todo o mundo ilustra com perfeição essa permanente tensão entre o aspecto público e o aspecto privado da moeda. A exponencial valorização de algumas das principais *criptomoedas*, como o *bitcoin*, e a proliferação de *criptomoedas* (ou *criptoativos*) desde a crise de 2008 explicitam, no nosso entender, um fenômeno inequívoco: a desconfiança coletiva cada vez maior nas moedas

nacionais, e em particular na moeda emitida pelo Estado norte-americano, moeda-chave do sistema.

Na esteira da crise, que se inicia nos EEUU em 2008 e se espalha de forma mais intensa para os demais mercados centrais a partir de 2010, a perda de riqueza que se materializou nas quedas dos preços de ações e títulos de dívida pública e privada suscitou a ignição para um processo que já vinha sendo gestado há décadas nas sociedades ocidentais: o sonho libertário de constituição de uma moeda que pudesse dar suporte às trocas privadas sem a interferência tanto de grandes corporações quanto do Estado. Tal *constructo*, imaginado originalmente pelos *cyberpunks* californianos dos anos 1970, encontrou sua oportunidade de materialização na crise monetário-financeira de 2008. Nascido em 2009, o *bitcoin* fez fortunas (e misérias) daqueles que apostaram na nova *tecnologia*. No entanto, os *criptoativos* não parecem ter conseguido lograr o sonho de seus fundadores e não se transformaram em algo mais que ativos financeiros de alto teor especulativo, como a alta volatilidade de suas cotações e as reduzidas dimensões de sua utilização como meio de troca, denominador de contratos e unidade de conta, assim o demonstram. No entanto, essa tentativa de construir uma moeda privada, *peer-to-peer*, denota o sentimento generalizado de profunda desconfiança vigente no capitalismo contemporâneo que se *aprofundou* após o início da crise de 2008, algo típico da permanente tensão entre centralização e fragmentação. A reação dos Estados não demoraria. Esta se materializou em três frentes.

Em primeiro lugar, a reação calcada em todo o aparato policial/judicial do qual dispõe o Estado e que se materializou de forma exemplar nos episódios da acusação, indiciamento e encarceramento dos supostos fundadores do *bitcoin*, ocorrida em 2014 nos EEUU. Na sequência, a reação,

que envolveu centralmente o Congresso americano, à iniciativa anunciada pelo Facebook em 2019 de criar aquela que seria a mais abrangente moeda virtual do mundo, a *Libra*. Como resultado de tão extremada reação, o fundador e principal acionista da empresa, Mark Zuckerberg, recuou, e o projeto da *Libra* se transformou no *Diem*, uma moeda digital plenamente lastreada no dólar americano, algo que explicitamente demonstrou não apenas o recuo em relação ao projeto inicial da *Libra*, mas sobretudo sua capitulação e submissão à *soberania* do dólar.

A segunda forma de reação dos Estados ao crescimento das moedas digitais diz respeito à crescente proliferação das *moedas digitais dos bancos centrais* (CBDC). Estas, cujo desenvolvimento está em pleno curso, dizem respeito à moeda emitida pelos BCs que se assemelha à moeda manual, no sentido de fazerem parte simultaneamente das reservas bancárias e dos meios de pagamento existentes. Nesse sentido, os BCs alcançam simultaneamente dois objetivos com a crescente emissão e aceitação de CBDCs por parte do público: por um lado, o BC passa a emitir uma moeda digital que concorre com as criptomoedas existentes nas carteiras dos cidadãos em geral, deslocando as criptomoedas privadas cada vez mais para o papel de *criptoativos* altamente especulativos e ocupando seu potencial espaço de moeda de uso corrente. Por outro lado, o BC passa a ter uma forma de ampliar diretamente os meios de pagamento disponíveis na economia sem ter que para isso contar com a disposição dos bancos privados para ampliarem os depósitos à vista via expansão de crédito, por exemplo. As CBDCs constituem-se, assim, em princípio, em um mecanismo revolucionário da relação entre o BC e os milhões de usuários de moeda corrente, na medi-

da em que a moeda emitida diretamente pelo Estado passa a disputar espaço com as moedas privadas, criadas não apenas pelos gestores de criptomoedas, mas também pelos bancos.

Por fim, a terceira forma de reação ao crescimento das moedas digitais privadas deu-se no âmbito da reafirmação conservadora dos pilares teóricos de sustentação das políticas monetárias vigentes nos países capitalistas, mormente ocidentais. Por mais que fóruns de debates supostamente abertos à discussão crítica dos pilares da atual política monetária tenham sido realizados sobretudo nos países centrais – resultando em diversos *papers* de organismos multilaterais e economistas ligados aos modelos convencionais,<sup>5</sup> a manutenção do compromisso com as bases teóricas das políticas econômicas que conduziram à crise de 2008 e que continuam a vigorar são inequívocas. Por escassez de capacidade imaginativa ou por excesso de compromissos concretos com os interesses reais de grandes blocos de capital e de Estados dominantes, as bases teóricas oriundas do *Novo Consenso Macroeconômico* continuam a pautar as decisões cruciais e as configurações institucionais dos BCs mundo afora.

## 5. Os Bancos Centrais diante das tensões nos Sistemas Monetários contemporâneos

Ao insistir nos seus vícios, a política monetária contemporânea reitera, em última instância, seus efeitos nocivos sobre a sociedade, dentre os quais o mais destacado é o de produzir um *viés recessivo* que se abate sobre a gestão de política econômica todas as vezes em que a inflação, seja qual for a sua natureza, ameaça se elevar acima da meta estabelecida no horizonte

---

5 Ver Dell’Ariccia et.al. (2010), Akerlof et. al (2014) e Blanchard et. al. (2013), Blachard e Summers (2019) e Bernanke (2019).

de atuação do BC.

A política econômica, hoje, volta a atuar de acordo com o papel que lhe coube no entreguerras, qual seja, o de evitar as pressões cambiais que ameaçavam a estabilidade inflacionária. Para tanto, a opção pela recessão provocada por taxas de juros elevadas, que supostamente restaurariam um equilíbrio regenerador de condições propícias à retomada do crescimento econômico, assume ares de *única opção racional*. Qualquer alternativa feriria os fundamentos da *boa economia*, avizinando-se de um ato sacrílego. Keynes bem viu que os problemas da política econômica não eram de *calibragem*, mas sim de escolhas que estavam fundamentadas em pressupostos teóricos profundamente equivocados em relação, sobretudo, à natureza da moeda em uma sociedade capitalista.

Mas não são apenas os fundamentos equivocados que promovem uma incapacidade de reorganizar as políticas econômicas, em particular a monetária, em novas bases. Fundamentalmente, a política econômica contemporânea é feita sob o peso dos movimentos dos preços dos ativos negociados nos mercados secundários mais líquidos, *spot* e futuros, sobretudo os mercados de câmbio, de ações, de títulos públicos e títulos de dívida privada. Sob o acicate dos movimentos desses preços, os gestores de política econômica, principalmente a monetária, tentam conduzir o nível da taxa básica de juros e o volume de expansão do crédito de modo a impedir rupturas bruscas nesses mercados. Subjaz à busca pela estabilidade inflacionária a tentativa de garantir a estabilidade dos mercados de ativos financeiros. O BC não consegue, sobretudo após a crise de 2008, esconder seu aspecto classista e aposta até em instrumentos considerados heréti-

cos, antes do início da crise, para estabilizar os mercados, como, por exemplo, as políticas de *quantitative easing* (QE) e as políticas macro prudenciais.

Dispostos a fazer *qualquer negócio* para interromper a queda aguda dos preços dos ativos nos mercados financeiros, os BCs dos países centrais (e também dos periféricos) adotaram práticas que explicitaram seus mandatos não-declarados publicamente: impedir a queda abrupta do valor da riqueza da *aristocracia financeira*. **Estima-se em US\$ 16 trilhões o que os BCs do mundo todo despejaram em novas reservas bancárias nas instituições financeiras grandes-demais-para-falir que carregavam em seus ativos títulos representantes da riqueza que claudicaram em sua promessa de serem legítimos e seguros representantes do direito de apoderar-se da riqueza a ser gerada pela sociedade no futuro.**

**Parece não haver dúvida de que a crise de 2008 é um divisor de águas: definitivamente explicitou-se, para quem ainda tinha alguma dúvida, que o papel central do BC não é o de garantir uma inflação baixa para que se restaurem as condições nas quais, calcada no cálculo maximizador do agente privado, a economia e a sociedade possam se reconduzir naturalmente ao melhor dos mundos possíveis (dado o nível de produtividade dos fatores) mediante a retomada da poupança e do gasto. Não. O papel dos BCs, hoje, é o de garantir que a riqueza privada, consubstanciada em uma miríade de ativos financeiros, não se desvalorize. Frente a tal exigência de classe<sup>6</sup>, os BCs veem-se enfiados em uma verdadeira armadilha, pois, frente à experiência das últimas décadas, quando mais os mercados financeiros são salvos**

6 Veja-se, a propósito, as recém divulgadas declarações de um eminente banqueiro brasileiro e suas relações íntimas com o presidente do BCB.

## **de suas crises pelos BCs, mais agitados se tornam e mais ameaçadores à ordem social se fazem.**

Diante desta armadilha, qualquer tentativa dos BCs de aperto monetário – por conta do aumento da inflação no mercado de bens e serviços – pode provocar um efeito sem precedentes nos mercados de capitais e de derivativos, gerando uma crise no sistema fragmentado e ameaçando o equilíbrio frágil da ordem monetária. Por outro lado, a ausência de resposta ou sinalização da autoridade monetária diante da escalada dos índices de preços coloca em xeque o conjunto de regras do modelo do novo consenso no qual se ancora a condução da política monetária. Tal fato pode gerar uma crise no regime monetário vigente, impulsionando os questionamentos em torno do sistema centralizado, que garante a dimensão pública da moeda.

Na ausência de um socorro tempestivo dos bancos centrais, a propagação do pânico ameaça levar à ruptura do sistema de pagamentos. Quando se acentua a percepção de que há risco de insolvência dos devedores – como é o caso da massa de créditos criadas no período anterior à pandemia, as intervenções dos BCs não podem falhar. Se hesitarem, é provável que impeçam imediatamente uma crise de liquidez, mas isso não é suficiente para evitar a contração do crédito.

O cenário se torna ainda mais preocupante quando consideramos que tal armadilha da política monetária não-convencional afeta o gestor da moeda-chave do sistema financeiro internacional. Dessa forma, as incertezas diante da política monetária norte-americana podem provocar instabilidades não apenas na ordem monetária

nacional, mas, sobretudo, na ordem monetária internacional, já que na ausência de uma instituição central supranacional, a ambivalência monetária neste plano é extremamente frágil. Em outras palavras, a injeção de liquidez provocada pelo *quantitative-easing* norte-americano provocou (e provoca) ondas especulativas de diversos tipos de ativos, com destaque para os *criptoativos* e para as ações das empresas de tecnologia, fenômeno também chamado de “*everything bubble*” (bolha de tudo).

De maneira mais ampla, a política monetária não-convencional exacerba os efeitos do *capitalismo financeirizado*,<sup>7</sup> no qual a lógica financeira se impõe na decisão de gastos das empresas (financeiras e não financeiras) e famílias. Diante desse processo, o sistema fragmentado a nível global ganha nova dimensão, desafiando a ordem monetária internacional. Esse desafio é ainda maior, considerando que o gestor da moeda-chave no plano internacional se preocupa fundamentalmente com o sistema hierarquizado nacional, ou seja, com a ambivalência entre o aspecto público e privado da moeda no mercado norte-americano. Ao relegar a um segundo plano a hierarquia entre a moeda central e as moedas secundárias no sistema monetário internacional, a política monetária norte-americana não apenas amplifica a precarização da relação entre o sistema centralizado e fragmentado, mas também gera desdobramentos negativos nos países emergentes, que emitem moedas secundárias no plano internacional. Em momentos de crise, tais países são afetados pela corrida em direção à moeda central, que pode gerar déficits no balanço de pagamentos e abruptas desvalorizações cambiais.

---

7 Segundo Braga (1997, p.195), a *financeirização* “é o padrão sistêmico de riqueza que se originou nos anos 1960, a partir dos Estados Unidos, e difundiu-se mundialmente (...), provocando grandes instabilidades não apenas no país de origem, mas também no paradigma produtivista”. Ainda segundo Braga (1997, p. 196), “trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural, segundo princípios de uma lógica financeira geral”.



## 6. Endividamento Privado e Endividamento Público<sup>8</sup>

Nesta seção vamos estudar mais detidamente a questão das relações entre endividamento privado e endividamento público, que refletem as tensões entre centralização e fragmentação apontadas acima. O estudo dessas relações não pode ser realizado sem considerações a respeito da estrutura e dinâmica da economia monetária capitalista.

Os economistas Oscar Jordà, Moritz Schularick e Alan Taylor buscaram estudar o comportamento da dívida pública em 17 países, entre 1870 e 2011. Eles apuraram que enquanto a dívida pública cresceu na maioria dos países nas últimas décadas, o extraordinário crescimento da dívida do setor privado (empréstimos bancários) é o principal responsável pelo forte aumento do *passivo total* nas economias ocidentais. Cerca de dois terços do aumento da dívida total das economias tiveram origem no setor privado. As dívidas soberanas e privadas têm sido, em geral, inversamente correlacionadas a longo prazo, mas aumentaram em conjunto desde a década de 1970. O período de Bretton-Woods - os trinta anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial - destaca-se como o único período de redução sustentada da dívida pública, tanto em expansões quanto em recessões.

Em segundo lugar, dizem os autores, **nas economias avançadas, os riscos de instabilidade financeira originam-se principalmente no setor privado e não no setor público. Para entender as forças motrizes das crises financeiras é preciso estudar o crédito ao setor privado e seus problemas. No longo prazo, a corrida entre as variações do crédito privado (empréstimos bancários) e da dívida soberana apontam o crédito privado como prenúncio**

**mais significativo das crises. A dívida soberana adiciona pouca informação preditiva. Isso se encaixa bem com os acontecimentos de 2008: exceto pela má conduta fiscal na Grécia, a maioria dos outros países avançados não tinha problemas óbvios da dívida pública *ex ante*. Claro, *ex post*, a feroz crise financeira recessiva causaria estragos nas finanças públicas através da queda das receitas e do aumento dos gastos (anti)cíclicos.**

No artigo *Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010)*, Moritz Schularick investiga a evolução do endividamento público e privado e afirma que “As economias ocidentais têm apresentado um aumento constante no grau de ‘financeirização’, medido pelo volume de crédito público e privado à produção, após a Segunda Guerra Mundial”. Embora o aprofundamento financeiro até a década de 1970 pudesse ser interpretado como retorno aos níveis pré-guerra (ou seja, após o colapso da intermediação financeira privada durante a Grande Depressão e durante a Segunda Guerra Mundial), o aumento acentuado nos últimos 30 anos destaca-se como um desenvolvimento estruturalmente novo na história capitalista moderna (Jordà, Schularick e Taylor, 2012).

Como foi distribuído esse aumento da dívida entre o setor público e o privado em todas as economias nas últimas décadas? Como se vê, **apenas cerca de um terço do aumento da dívida total no mundo ocidental desde 1970 foi devido ao acúmulo de dívida pública. Em outras palavras, a esmagadora parcela do aumento deveu-se ao aumento do endividamento por parte das famílias e empresas.** Aprofundando-se na divisão entre famílias e empresas, Hume e Sen-

8 As seções 5 e 6 estão amplamente calcadas em Belluzzo e Galípolo (2021).

tence (2009) mostraram que o *boom* global de crédito das últimas décadas tem sido impulsionado principalmente pelo endividamento das famílias. Claramente, os índices de dívida pública também aumentaram na maioria das economias ocidentais, embora não todas, na segunda metade do século XX.

**A aceleração da dívida privada é uma característica regular do ciclo de negócios moderno. O endividamento de empresas e famílias expande-se nos períodos de crescimento e “confiança”. Os bancos, sob a supervisão dos bancos centrais, emprestam às empresas e às famílias. As instituições financeiras não bancárias emitem títulos que, abrigados nos portfólios, próprios e de outras instituições, amparam as “poupanças” das empresas e das famílias, poupanças acumuladas ao longo dos sucessivos circuitos de gasto-emprego-renda.**

**Nas recessões, e mais ainda nas depressões, a dívida pública invade os portfólios para garantir o valor e a liquidez da riqueza dos agentes privados. Salvos da desvalorização dos ativos e das carteiras de dívida que carregavam, os bancos privados e outros intermediários financeiros salvaguardam seus patrimônios, incorporando títulos públicos com rendimentos reduzidos, mas valor assegurado. O Estado, como gestor da moeda (e da dívida), susta uma desvalorização desastrosa da riqueza.**

Os governos emitem títulos públicos, em estreita cooperação com os Bancos Centrais que regulam as condições de liquidez do mercado monetário mediante a recompra diária dos papéis elegíveis, quer do governo, quer do setor privado.

No episódio de 2008, assim como na pandemia, os Bancos Centrais e os Tesouros Nacionais cuidaram e cuidam de sustar a desvalorização dos ativos privados que frequentam os balanços de empresas, bancos e famílias. Os bancos privados e outros intermediários financeiros protegem suas carteiras e, portanto, salvaguardam seus patrimônios carregando títulos públicos. Na última crise e na pandemia, os Bancos Centrais e os Tesouros emitiram títulos com rendimentos reduzidos, mas valor assegurado pelo poder do Estado como gestor da moeda, a ponte segura entre o passado apodrecido e o futuro incerto.

Em 15 de junho de 2020, a economista Daniela Gabor participou de uma audiência pública sobre as respostas ao Covid-19 na Comissão de Economia do Parlamento Europeu. Entre os mitos que Daniela procurou desbancar está a ideia de que os Bancos Centrais ultrapassaram seu mandato com intervenções desproporcionais nos mercados de títulos públicos, minando as regras fiscais:

*“Através de uma lente macrofinanceira, este argumento é simplesmente errado. Se perguntarmos como a estrutura financeira privada e as políticas macroeconômicas interagem, fica claro que as mudanças evolutivas nas finanças europeias juntaram as políticas monetárias e fiscais. A divisão pré-crise das funções macroeconômicas – política monetária e política fiscal – é uma ficção que não podemos mais sustentar. Consideremos o mercado monetário: para bancos europeus e investidores institucionais, o mercado de repos<sup>9</sup> é*

---

9 São as operações chamadas *Repurchase Agreement*, *Repo*, conhecidas no Brasil como Operações Compromissadas. Nessas operações os títulos de maior liquidez são “alugados” por um prazo curto, com compromisso de recompra.

*de 7 trilhões de euros. Dois em cada três euros emprestados no mercado repos usam títulos soberanos emitidos por integrantes da Zona do Euro (Alemanha e Itália os maiores) como garantia. A criação de crédito privado – o pão e a manteiga das operações do BCE – depende fundamentalmente de títulos soberanos, e assim da política fiscal.”*

Na crise de 2008, assim como na pandemia, o Federal Reserve e o Banco Central Europeu trataram de prover liquidez para administrar o colapso das relações monetárias de mercado e conter a qualquer custo a contração do mercado interbancário e a evaporação dos *money markets*. Os Bancos Centrais abriram as comportas de seus balanços para conter a ruptura dos fluxos de crédito, gastos e renda. Para tanto, bombearam trilhões de dólares para a compra de títulos privados e para a aquisição de títulos públicos mais longos, achatando a curva de juro, diga-se, já desinclinada.

**Os Bancos Centrais cuidam de absorver ativos privados em seus balanços, enquanto os Tesouros se incumbem da emissão generosa de títulos públicos para sustentar a liquidez das carteiras de ativos dos bancos particulares. A experiência do enfrentamento das crises demonstra a articulação estrutural entre o sistema de crédito, a acumulação produtiva das empresas, o consumo privado e a gestão das finanças do Estado, particularmente da dívida pública. Nas crises financeiras, o caráter essencialmente “coletivista” da economia monetária da produção, ou seja, do capitalismo, surge no naufrágio financeiro como a tábua de salvação dos mercados privados. As relações entre as finanças públicas, a gestão monetária e o setor financeiro privado não são “externas”, de mero intervencionismo. São orgânicas e constitutivas.**

Nas crises, os agentes econômicos cor-

rem sofregamente para reservas de valor. O economista Emmanuel Fahri ensina o básico: *“As famílias e as empresas precisam provisionar dinheiro. As instituições financeiras precisam de garantias. Bancos Centrais e fundos soberanos precisam manter ativos estrangeiros. Em tempos de normalidade, essas reservas de valor assumem muitas formas: dinheiro, depósitos bancários, títulos do Tesouro, e também títulos corporativos, ações, ou ativos reais, como imóveis, terras, ouro, entre outros”* (Fahi, 2017).

No espocar das recessões ou, pior, das depressões, os mercados revelam que essas reservas de valor não são iguais. Elas diferem em seu grau de liquidez – a facilidade com que eles podem ser negociados – e em sua sensibilidade aos vários fatores de risco. Entre o cardápio de ativos disponíveis, alguns são percebidos como “mais seguros” do que outros. Esses ativos de reserva certamente são qualitativamente diferentes, mas todos devem prestar reverência ao Dinheiro, o *despótico ditador* que os obriga a comparecer aos mercados com as vestes monetárias e os aflige diariamente com a ameaça de perda de valor caso não consigam dar o “salto mortal” para o regaço do *senhor*.

As análises e avaliações das políticas monetárias e fiscais em situações de crise aguda tendem a ignorar a importância da expansão da dívida pública para o saneamento e recuperação dos balanços dos bancos. Salvos da desvalorização dos ativos que carregavam, os bancos privados e outros intermediários financeiros garantem a qualidade de suas carteiras e salvaguardam seus patrimônios carregando títulos públicos com rendimentos reduzidos, mas liquidez assegurada.

**Em nossas peregrinações pelos labirintos da história do capitalismo não encontramos sequer um fiapo de memória denunciando uma crise monetário-financeira provocada pelo endividamento**

**“excessivo” dos governos em moeda nacional.** As crises de endividamento público estão invariavelmente associadas à tomada de empréstimos em moeda estrangeira. Essa foi a etiologia da crise fiscal e monetária dos emergentes nos anos 80 do século passado, entre esses o Brasil.

## 7. Políticas Anticíclicas e Acumulação Financeira

As políticas anticíclicas cumpriram o que prometiam ao sustar a recorrência de crises financeiras acompanhadas de “desvalorização de ativos (dívidas)”. Mas, ao garantirem o valor dos estoques de riqueza já existente, as ações de estabilização ampliaram o papel dos mercados da riqueza velha (já existente) no desempenho das economias ao afetar decisões de empresas, famílias e governos.

Nos últimos 40 anos de sucessivos programas de estabilização, os Bancos Centrais e seus economistas comemoravam a *grande moderação*: baixa inflação e taxas de juros moderadas. A “exuberância irracional” esgueirou-se à sombra das ignorâncias para implodir as certezas em 2008. A crise de 2008 pode ser apresentada como exemplo das ações dos Bancos Centrais para conter os riscos de desvalorizações dos estoques da riqueza já existente.

As injeções de liquidez concebidas para evitar a deflação do valor dos ativos já acumulados incitaram colateralmente a conservação e a valorização da riqueza na sua forma mais estéril, abstrata, que, em contraposição à aquisição de máquinas e equipamentos, não carrega qualquer expectativa de geração de novo valor, de emprego de trabalho vivo. O que era uma forma de evitar a destruição da riqueza abstrata provocou a necrose do tecido econômico.

Ao garantir o valor dos estoques de riqueza já existente, as ações de estabilização praticadas pelos Tesouros Nacionais e pelos Bancos Centrais criaram um consenso

silencioso nos “mercados” a respeito dos riscos embutidos nas decisões dos agentes que operam no mundo das finanças. A sucessão de episódios desde os anos 80 indica que os “mercados” afrouxaram os critérios de avaliação do risco e recorreram à alavancagem imprudente com crédito barato. Não se trata de recomendar as ideias ‘liquidacionistas’ que chegaram a ser invocadas nos anos 30 e hoje organizam as escaramuças dos austríacos contra a expansão do crédito.

Esses indivíduos basicamente acreditam que os agentes econômicos deveriam ser forçados a conter seus impulsos ao gasto e abandonar uso profano dos recursos. Se for preciso falências em massa para produzir este resultado e limpar a barra para que todos pudessem ter um comportamento moral, que assim seja.

Os *liquidacionistas* viam os eventos da Grande Depressão como uma penitência econômica contra os excessos especulativos da década de 1920. Assim, a Depressão era o preço que deveria ser pago pelos excessos delituosos da década anterior. Talvez isso seja melhor exemplificado na exaltação verbal do secretário do Tesouro de Hoover, Andrew Mellon, que aconselhou o Presidente a “liquidar a mão-de-obra, liquidar as ações, liquidar os agricultores, liquidar os imóveis”. Mellon continuou: “É preciso expurgar a podridão para fora do sistema. O alto custo de vida e a vida luxuosa cairão. As pessoas trabalharão mais, viverão uma vida mais moral. Os valores serão ajustados, e os empreendedores pegarão os destroços de pessoas menos competentes.”

Diante da inter-relação entre estoques de riqueza (e de dívida) no interior das instituições financeiras bancárias e não-bancárias, o liquidacionismo, hoje, provocaria um terremoto grau 10 nos mercados globais. Isso não afasta a conclusão supracitada a respeito dos efeitos do *quantitative easing*: **a liquidez assegurada pelos Ban-**

**cos Centrais permanece represada nas formas da riqueza fictícia, nos estoques de ativos mobiliários e nas reservas bancárias. Os controladores da riqueza líquida, financeira, hesitam em vertê-la na criação de riqueza nova, com medo de perdê-la nas armadilhas da capacidade sobranete, do elevado endividamento dos agentes privados e do desemprego disfarçado nos empregos precários com rendimentos cadentes.**

Os Bancos Centrais rebaixam suas taxas de juro para o sub-zero, tentam mobilizar a liquidez empoçada para o crédito e do crédito para a demanda de ativos reais ao longo do tempo. Ainda intoxicados pela metabolização dos ativos ingeridos em seus balanços para salvar o sistema financeiro em 2008, os governos hesitam em estimular a economia pela política fiscal.

A relação dívida total/PIB cresceu no planeta. O denominador (PIB) cresce pouco, mas o numerador expandiu-se rapidamente graças, sobretudo, à demanda elástica de crédito pelas empresas privadas e famílias. Ao mesmo tempo cresce a busca de segurança e liquidez: os preços dos títulos dos Tesouros vão às alturas. Os *yield* dos títulos públicos com vencimento longo despencam.

O World Economic Fórum registra que a queda da renda associada às medidas de socorro na pandemia promoveu um aumento em US\$ 20 trilhões na dívida global desde o terceiro trimestre de 2019. Até o final de 2020, os economistas das instituições multilaterais estimam que a dívida global – pública e privada – possa chegar a US\$ 277 trilhões, ou 365% do PIB mundial.

Recentemente, Willem Buiter, ex-economista chefe do Citygroup, observou que a política de *quantitative easing* tem limitações para estimular a demanda agregada. Tais limitações devem-se, em boa medida, ao excessivo endividamento do setor privado. Este é obviamente o caso, neste mo-

mento, do setor corporativo não financeiro americano e também da alavancagem das famílias. Isso descarrega a responsabilidade sobre os ombros da política fiscal, que pode e deve ser usada para estimular a economia.

Hoje o risco maior está embutido na retração do *quantitative easing*, ou seja, na tentativa dos Bancos Centrais reduzirem a intensidade dos estímulos monetários, configurando a armadilha da política monetária não convencional supracitada. Tais posturas dos BCs, já em andamento, devem afetar as posições daqueles que mais uma vez escoraram sua riqueza em ativos que experimentaram expressiva retomada de preços frente à queda abrupta das taxas de juros (curtas e longas) causadas pelo QE. As expectativas de que os preços podem recuar agora, mas inevitavelmente se recuperarão depois, não se sustenta. São devastadores os exemplos de irreversibilidade nas economias capitalistas. Em seu movimento prevalece a formação de “posições” e preços na acumulação de riqueza ao longo do tempo. Parece que não existem exemplos de volta ao passado. As posições e os preços estão irremediavelmente atados ao futuro. Como sugeriu o guru de investimentos Seth Klarman, desgraçadamente, nesse momento, não se sabe até quando, o futuro só pode ser garantido pela generosidade dos balanços dos Bancos Centrais.

O crescimento da massa de direitos sobre a riqueza e a renda resulta dos fluxos de produção, da renda criada mediante a concessão do crédito e a criação “socializada” dos direitos de propriedade (ações). Nos ativos financeiros estão encarnadas as poupanças sacadas dos fluxos de renda pretéritos e é nesses ativos que também vão encarnar-se as poupanças vindouras das famílias e das empresas. As avaliações desses ativos nos mercados financeiros são realizadas diariamente e afetam as decisões dos administradores desses

recursos – bancos e demais instituições da finança.

Essas decisões se dilaceram entre partilhar o risco do investimento na produção socialmente útil e geradora de novos empregos e fugir para os escaninhos da valorização “autorreferida” dos ativos financeiros. Nos últimos 40 anos, esse jogo foi jogado de forma autorreferenciada: fusões e aquisições, recompra de ações e pagamento de dividendos aos acionistas.

Conforme mencionado, **a globalização financeira e a deslocalização produtiva são filhos diletos da estratégia competitiva da grande empresa comandada pela fúria inovadora e concentradora dos mercados financeiros. É uma ilusão imaginar que relações entre a economia real e a economia monetário-financeira são de oposição e exterioridade. São relações contraditórias, mas não opostas, inerentes à dinâmica do capitalismo em seu movimento de expansão, transformação e reprodução.**

**Aí estão inscritas a concentração e a centralização do controle do capital monetário em instituições financeiras cada vez mais interdependentes que submetem a seu domínio a produção e a distribuição da renda e da riqueza. A pleora de ativos financeiros abrigada e concentrada nas redes de grandes e pequenas instituições apoderou-se da gestão empresarial, impondo práticas destinadas a aumentar a participação dos ativos financeiros na composição do patrimônio, inflar o valor desses ativos e conferir maior poder aos acionistas. A lógica da valorização dos estoques de riqueza financeira passou a comandar o movimento das “economias reais.**

**Os ganhos propiciados pela valorização da riqueza financeira sustentam o poder dos ricos e, simultaneamente, aprisionam as vítimas da crescente desigualdade nos circuitos do crédito. No**

**afã desatinado de acompanhar os novos padrões de vida, a legião de fragilizados compromete uma fração crescente de sua renda nas encrescas do endividamento.**

No mundo em que mandam os mercados da riqueza, os vencedores e perdedores dividem-se em duas categorias sociais: na cúspide, os detentores de títulos e direitos sobre a renda e a riqueza gozam de “tempo livre” e do “consumo de luxo”. Na base, os dependentes crônicos da obsessão consumista e do endividamento, permanentemente ameaçados pelo desemprego e, portanto, obrigados a competir desesperadamente pela sobrevivência.

O jornal “Financial Times” publicou, tempos atrás, uma extensa reportagem sobre a crise da classe média americana. A matéria de Edward Luce, chefe da sucursal do FT em Washington, relata as agruras da família de Mark Freeman, ameaçado de perder a casa por inadimplemento de três prestações e obrigado a pagar mais caro pelo plano de saúde. Esses percalços familiares acontecem em meio à deterioração da vizinhança, devastada por residências abandonadas, pela invasão de traficantes e pela constância de tiroteios entre bandos criminosos. A família Freeman, mãe e pai, faturam US\$ 70 mil por ano, uma renda 30% superior à média das famílias americanas.

Edward Luce adverte que a crise da classe média americana não é fruto da *grande recessão*, iniciada em 2007, mas é um fenômeno de longo prazo. Desde 1973 até 2010, o rendimento de 90% das famílias americanas cresceu apenas 10% em termos reais, enquanto os ganhos dos situados na faixa dos super-ricos - a turma do 1% superior - triplicou. Pior ainda: a cada ciclo a recuperação do emprego é mais lenta e, portanto, maior é a pressão sobre os rendimentos dos assalariados. Até meados dos anos 70, é bom lembrar, o crescimento econômico foi acompanhado do aumento dos salários reais, da redução das diferenças entre

os rendimentos do capital e do trabalho e de uma maior igualdade dentro da escala de salários.

## 8. A necessária retomada do Plano Keynes

Em 1944, nos trabalhos preparatórios para os Acordos de Bretton Woods, Keynes foi voz vencida no ponto central de sua concepção do que deveria vir a ser a ordem monetária e financeira do pós-guerra. Para Keynes, a liberdade de circulação de capitais deveria ser restringida. A ideia central era construir um arranjo monetário e financeiro que, em primeiro lugar, permitisse a rápida restauração dos fluxos internacionais de comércio. A recuperação das economias devastadas pela guerra dependia, no entendimento de Keynes, dessa rápida expansão do comércio e, portanto, da produção, do emprego e da renda que a acompanhariam (Amato e Fantacci, 2012).

Mas a expansão do comércio internacional, para Keynes, deveria estar baseada na construção de um *aparato de registros contábeis* relativos aos débitos e créditos acumulados por cada um dos países que assinassem o Acordo de Bretton Woods e não na restauração de um ambiente monetário e financeiro no qual os mercados de títulos e créditos privados voltassem a crescer e dar sustentação à expansão do comércio. As finanças internacionais não poderiam crescer, a não ser marginalmente. Sua desimportância para a expansão do comércio internacional era a pedra angular do Plano Keynes. Com o controle da restauração do movimento de capitais e da reestruturação dos mercados de crédito e de títulos de dívida, as taxas de câmbio poderiam ser administradas de acordo com as necessidades dos países signatários do Acordo e não de acordo com os movimentos de capitais. Ademais, as necessidades de financiamento dos balanços de pagamentos não ficariam restritas, no curto prazo, aos saldos positivos acumulados na forma de reser-

vas internacionais de alguma divisa-chave e/ou aos empréstimos obtidos nos mercados. Os déficits poderiam ser negociados no âmbito da instituição que seria criada com a função principal de orquestrar tal arranjo: o FMI. Os registros contábeis de créditos e débitos oriundos do comércio internacional seriam registrados em uma moeda que seria criada para esse propósito e para mais nenhum outro: o Bancor.

**Keynes pretendia com seu Plano atingir pelo menos dois grandes objetivos: não permitir que alguma moeda nacional obtivesse o status de moeda internacional e impedir que as taxas de câmbio e os déficits de balanços de pagamentos fossem administrados com base nos ímpetos e disposições dos mercados financeiros internacionais. Keynes desejava esvaziar de poder esses últimos e pretendia que os arranjos feitos entre agentes públicos representantes de suas nações fosse a instância encarregada *politicamente* de preservar os equilíbrios intertemporais externos dos vários países em comum acordo com o interesse mais amplo de todos os países participantes do Acordo: a preservação de um ambiente no qual vigesse um *viés pró-crescimento*, garantidor último da manutenção da paz e dos princípios organizadores das sociedades capitalistas liberais.**

Mas a proposta de Keynes foi voz vencida. Os americanos, liderados por Dexter White, construíram o núcleo dos Acordos de Bretton Woods de modo a transformar o dólar americano na moeda-chave em âmbito mundial e a restaurar o papel central dos mercados financeiros internacionais. Em que pese a resistência feita pelos países europeus entre 1950 e 1958, quando operou a União Europeia de Pagamentos, o mundo passou a adotar o *regime monetário* proposto pelos norte-americanos em Bretton Woods desde então.

As crises que as cada vez mais óbvias

aporias do sistema monetário e financeiro contemporâneo apresentam são as filhas diletas daquela escolha. Talvez esteja próximo o dia em que a História nos colocará frente a mais uma oportunidade de escolha sobre qual sistema internacional de gestão da moeda e do crédito desejamos construir. Em seu movimento de geração de valor e de acumulação de riqueza abstrata, o capitalismo ilude seus críticos e admiradores ao transfigurar incessantemente o “modo de ser” do dinheiro em seu “modo de aparecer” ao longo dos ciclos de negócios, crises e tropeções. As diferenças no *modo de aparecer* devem ser compreendidas a partir da unidade contraditória das funções da moeda em seu *modo de ser*. Talvez, dessa vez, tenhamos aprendido a lição. Talvez não.

## 9. Considerações Finais

Observa-se que a política monetária não convencional intensificou os efeitos da *financeirização* sobre o equilíbrio precário de um sistema monetário que se debate entre a fragmentação e a centralização. Neste contexto, os Bancos Centrais são cada vez mais pressionados a preservar a ambivalência do sistema monetário a partir da gestão da moeda centralizada, sob ameaça desta última ter sua legitimidade questionada pelos atores privados, especificamente os grandes gestores da riqueza financeira.

A maior influência de certos interesses privados sobre a condução da gestão da liquidez por parte da autoridade monetária limita as ações dos BCs e dos governos como um todo em direção aos demais interesses privados, especialmente aqueles que estão na base da pirâmide da riqueza e da renda. Neste contexto, **a mudança na correlação de forças entre BCs e os grandes gestores da riqueza financeira é condição necessária para maior independência - nos termos de Aglietta (2004) - das ações da autoridade monetária frente aos mercados financeiros.**

**A articulação entre o agente público, o Banco Central, e os bancos privados, assumiu os contornos de um processo autorreferencial na esfera financeira e disfuncional na órbita do emprego e da renda. As crises se sucedem e se agravam após cada intervenção dos Bancos Centrais e dos Tesouros Nacionais. As ações anticíclicas realimentam e estimulam o divórcio entre a criação de valor na esfera da renda e do emprego e a valorização dos estoques de ativos financeiros.**

Assim, ousamos sugerir que essa concatenação indica, na verdade, uma *desarticulação das formas* que, em seu movimento contraditório trouxe o capitalismo até seu estágio atual.



## Referências

- AMATO, M. e FANTACCI, L. *The End of Finance*. Polity Press. 2012.
- AGLIETTA, M.. *Macroeconomia Financeira II-Crises financeiras e regulação monetária*. Edicoes Loyola, 2004.
- AGLIETTA, M. *Money: 5,000 years of debt and power*. Verso Trade, 2018.
- AGLIETTA, M. e ORLEÁN, A. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Brasiliense. Introdução à segunda edição. 1982.
- AKERLOF, G. A., BLANCHARD, O., ROMER, D., & STIGLITZ, J. E. (Eds.). (2014). *What have we learned?: Macroeconomic policy after the crisis*. MIT Press.
- BELLUZZO, LGM, GALÍPOLO, G. *Dinheiro*. O poder da abstração real. Contracorrente. São Paulo. 2021.
- BERNANKE, B. Monetary policy in a new era. In Blanchard, O. e Summers, L. *Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2019.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking macro policy II: getting granular*. International Monetary Fund, 2013.
- BLANCHARD, O. e SUMMERS, L. *Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2019.
- Dell'ARICCIA, M. , MAURO, M. P., & BLANCHARD, M. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy* (No. 2010/003). International Monetary Fund.
- FARHI, E. RICARDO, J. CABALLERO, GOURINCHAS, J.P. - The Safe Assets Shortage Conundrum *Journal of Economic Perspectives—Volume 31, Number 3—Summer 2017*
- HUME, M.; SENTANCE, A. "The global credit boom: challenges for macroeconomics and policy". Do site Econstor, de 2009. Disponível o PDF em <https://www.econstor.eu/handle/10419/50647>
- JORDÀ, O.; SCHULARICK, M. E TAYLOR, A. *Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences* – Federal Reserve Bank of San Francisco- 2014.
- LUCE, E. America dangerous reliance on the Fed Easy money and fiscal gridlock in Washington lead to populism. Financial Times, 14 de Janeiro 2021.
- MAUSS, M. (2007). *Essai sur le Don*. Forme et raison de l'échange dans les societies archaïques. PUF. Paris.
- SCHULARICK, M. *Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010)*. *German Economic Review*. 2019.

# 4 Soberania Monetária e os Objetivos Fundamentais da República

*Márcio Gimene<sup>1</sup>*

*Daniel Negreiros Conceição<sup>2</sup>*

*André de Melo Modenesi<sup>3</sup>*

## Resumo

Conforme dispõe a CF-1988, o planejamento estratégico público é um fator determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Assim, torna-se

---

1 Analista de Planejamento e Orçamento do Governo Federal. Doutor em Geografia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Mestre em Geografia pela Universidade de Brasília e Economista pela UFRJ. Fez estágio de pós-doutorado no Instituto de Economia da UFRJ. Foi Assessor Técnico do Instituto Brasileiro de Administração Municipal – IBAM; Coordenador de Temas Estratégicos e Coordenador-Geral de Gestão do Conhecimento da Secretaria de Planejamento e Investimentos Estratégicos do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; Assessor da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República; e Subsecretário de Relações do Trabalho e do Terceiro Setor e Secretário Adjunto de Relações Institucionais e Sociais da Casa Civil do Governo do Distrito Federal. Atualmente trabalha na Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia. É Editor da Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO e Presidente da Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento – Assecor.

2 Economista pela UFRJ, mestre em economia e doutorando em Economia e Ciências Sociais pela Universidade do Missouri em Kansas City (UMKC). É professor do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) onde leciona macroeconomia e economia do setor público no Curso de Gestão Pública para o Desenvolvimento Econômico e Social (GPDES). É um dos autores do livro “Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas”, primeiro manual brasileiro sobre o tema publicado pela Editora Nova Civilização.

3 Professor Associado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Doutor pela mesma instituição. Foi coordenador da área de macroeconomia do IE/UFRJ, entre 2010-2017. Lecionou no IBMEC-RJ (2005-2009) e na Universidade Federal Fluminense (2001-2003). É pesquisador do CNPq. Foi Secretário-Executivo Adjunto da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC), entre 2014-2015; e diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), entre 2011-2014. Foi pesquisador da Coordenação de Regimes Monetário e Cambial da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (DIMAC/IPEA). Autor do livro texto Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real (Manole, 2005), vencedor do Troféu Cultura Econômica (Jornal do Comércio e Caixa RS), e de capítulos em diferentes livros, como: The Brazilian Economy Since the Great Financial Crisis of 2007/2008 (Palgrave Macmillan, 2017), The New Brazilian Economy (Palgrave Macmillan, 2017), The Brazilian Economy Today: Towards a New Socio-Economic Model? (Palgrave Macmillan, 2016), The Global South After the Crisis (Edward Elgar, 2016), Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário no Brasil (Campus-Elsevier, 2007); Câmbio e Controle de Capitais (Campus-Elsevier, 2006). Co-organizador dos livros: Brazil's Economy An Institutional and Sectoral Approach (Routledge, 2018), Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade (Elsevier, 2012), Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego (IPEA, 2010). Também publicou artigos em diferentes periódicos internacionais e nacionais, como: Journal of Post Keynesian Economics, European Journal of Economics and Economic Policy, Investigación Económica, Estudos Econômicos e Revista de Economia Política.

necessário mobilizar recursos financeiros que sejam suficientes e adequados para o pleno cumprimento dos Objetivos Fundamentais da República e dos demais dispositivos constitucionais e infraconstitucionais a eles associados.

Por isso, buscamos demonstrar neste trabalho que: i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário; ii) governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem; e iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.

Ressaltamos, no entanto, que isso não significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. Afinal, ao menos três restrições precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: i) as restrições au-

toimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

Apesar disso, não há motivo (do ponto de vista estritamente financeiro) para que um governo monetariamente soberano como o brasileiro deixe de realizar os gastos que forem necessários para assegurar o cumprimento de metas politicamente pactuadas – tais como os objetivos fundamentais da República definidos na Constituição brasileira. Não faz sentido a crença segundo a qual “a Constituição não cabe no orçamento”. É o orçamento público que deve se adequar à Constituição, e não o contrário.

Assim, ressaltamos que as restrições de gasto impostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

## 1. Introdução

O art. 3º da Constituição Federal estabelece como objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

- Construir uma sociedade livre, justa e solidária;
- Garantir o desenvolvimento nacional;
- Erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; e
- Promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Para que tais objetivos sejam alcançados, o art. 174 da Carta Magna determina que o Estado exerça, como agente normativo e regulador da atividade econômica, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Sendo o planejamento determinante para o setor público, torna-se necessário mobilizar recursos financeiros que sejam suficientes e adequados para o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República e dos demais dispositivos constitucionais e infraconstitucionais a eles associados.

Há quem diga, no entanto, que isso não é possível porque “a Constituição não cabe no orçamento”. Nesta perspectiva, os objetivos fundamentais da República seriam uma espécie de “carta de intenções”, cuja efetiva implementação estaria subordinada à disponibilidade de dotações orçamentárias.

No intuito de contribuir com esse debate, o presente texto tem como objetivo demonstrar que o governo brasileiro é capaz

de financiar as políticas públicas necessárias para assegurar o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República. Para tanto, esse capítulo está organizado em quatro seções, além desta introdução e da conclusão. A próxima seção apresenta as diferenças entre as lógicas que orientam as finanças públicas e privadas. As seções seguintes abordam três restrições que precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos. São elas: i) as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

## 2. Soberania Monetária

Podemos dizer que um governo é *monetariamente soberano* quando dispõe das seguintes prerrogativas legais: determinar qual a moeda/unidade de conta oficial; exercer o monopólio sobre a emissão da moeda de aceitação mais ampla na economia; estabelecer obrigações não recíprocas (impostos, multas, taxas, tarifas); e decidir o que entregará para realizar pagamentos e transferências ao setor privado.<sup>4</sup>

Isso faz com que a dinâmica das finanças públicas seja distinta da que orienta a gestão orçamentária de usuários da moeda estatal, como as famílias e as empresas. Um princípio básico de contabilidade ajuda a entender essa diferença: todo ativo financeiro corresponde a um passivo financeiro. Em uma economia fechada, isso significa que o superávit obtido pelo setor público corresponde necessariamente a um déficit no setor privado, e vice-versa. Quando incluímos o setor externo na análise, o raciocínio é o mesmo. Considerando como “resto do mundo” os governos, as empresas e as famílias dos países com os quais um determinado país possui relação financeiri-

---

4 Nessa perspectiva, não são governos monetariamente soberanos os Estados-membros da União Europeia, que renunciaram à sua soberania monetária em favor do Banco Central Europeu, nem entes subnacionais (estados e municípios) como os brasileiros, que são usuários da moeda emitida pela União. (DALTO et al, 2020)

ra, temos a seguinte identidade:

Balanço privado doméstico +	Balanço público doméstico +	Balanço externo	= Zero
-----------------------------	-----------------------------	-----------------	--------

Ou seja, ao menos um desses setores precisa apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas maiores do que despesas. Como não é possível esses três setores apresentarem receitas maiores do que despesas em um mesmo período, para que haja aumento da riqueza financeira privada (isto é, das famílias e empresas) é preciso que haja um déficit equivalente no setor público (supondo que o balanço externo esteja equilibrado, para simplificar).

Logo, **como regra geral, déficits públicos correspondem a superávits privados, e vice-versa. Isso significa que se o orçamento público for gerido seguindo o raciocínio dos orçamentos privados - isto é, reduzir despesas e aumentar receitas sempre que possível - o resultado tende a ser o empobrecimento relativo das famílias e empresas. É por isso que governos monetariamente soberanos funcionam sistematicamente com orçamentos públicos deficitários, proporcionando, assim, aumento da renda (e/ou da riqueza) privada.**<sup>5</sup>

Tendo isso em mente, a pergunta relevante a se fazer em seguida é como governos monetariamente soberanos conseguem financiar seus gastos ao longo do tempo, de forma a permitir que o conjunto das famílias e das empresas operem com orçamentos superavitários. Para respondermos a essa pergunta **é preciso observar que**

**governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem.** Até cerca de 200 anos atrás isso era mais claro, pois os reis ordenavam a cunhagem de moedas para gastá-las e, em seguida, recolhê-las de volta por meio da cobrança de tributos. Com a criação dos bancos centrais essa sequência de eventos ficou um pouco mais complexa, mas a lógica segue sendo a mesma: para que o soberano possa recolher na forma de tributos as moedas que ele mesmo emite, é preciso primeiro colocar essas moedas em circulação, adquirindo bens e serviços da população local. Do ponto de vista lógico, não é possível ocorrer o contrário, pois neste caso os agentes privados não teriam como obter a moeda para devolvê-la na forma de tributos ao governo que a criou.

Minsky (2013), corretamente, observa que embora qualquer pessoa possa criar moeda, o problema reside em ela ser aceita por outras pessoas. **O que faz com que a moeda estatal tenha ampla aceitação é o fato de ela ser exigida para o pagamento de tributos cobrados pelo governo. Isso significa que a função primordial dos tributos não é financiar os gastos públicos; e sim criar demanda para a moeda estatal.** Dado que o não pagamento de tributos pode resultar em sanções diversas, tais como a cobrança de multas, confisco de bens ou mesmo a prisão do devedor, a demanda pela moeda estatal faz com que ela seja amplamente aceita dentro dos domínios daquele Estado.<sup>6</sup>

**Estando claro que (i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário, e que (ii)**

5 Para maior aprofundamento sobre esse ponto, ver Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020).

6 Tributos também são importantes instrumentos de polícia econômica. Por exemplo, devem ser usados com fins distributivos: reduzir desigualdades extremas de patrimônio e renda, tributando mais quem tem mais. Podem servir para estimular determinadas atividades econômicas e, eventualmente, combater pressões inflacionárias oriundas de setores específicos (como alimentos, combustíveis e energia etc.).

**governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem, resta reconhecer que (iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.**

Sobre este último ponto, cabe lembrar que ao menos desde 1819, quando Sismonde de Sismondi (1827) publicou *Novos Princípios de Economia Política*, e de 1820, quando Malthus (1983) lançou *Princípios de Economia Política*, sabe-se que a demanda agregada é o que determina o nível de produção geral da economia.

Ambos contestaram a Lei de Say,<sup>7</sup> observando que nem tudo que é poupado se transforma, necessariamente, em investimento. Ao ressaltarem que a insuficiência de demanda efetiva pode determinar a ocorrência de crises de superprodução, esses autores deram importante passo para o entendimento da *função reserva de valor* desempenhada pela moeda.

Na medida em que se considere que a moeda desempenha a função de reserva de valor é possível que os agentes econômicos optem por reter parcela de seu rendimento (salário ou lucro) na forma de moeda ou, simplesmente, entesourar moeda. Havendo entesouramento, parte do poder de compra potencial (gerado no processo de produção) não se transformará em demanda. Isso significa que nem toda renda criada em um determinado período se transforma em demanda (seja na forma de consumo das famílias ou de investimento das empresas) nesse mesmo período. Assim, cria-se insuficiência de demanda efetiva e, portanto, a possibilidade de ocor-

rer uma crise de superprodução.

Isso ficou evidente com a crise financeira mundial de 1929 e a Grande Depressão que a seguiu. Foi observando esses acontecimentos que Keynes publicou, em 1936, sua *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. O sucesso desse livro está diretamente ligado ao reconhecimento de que o pensamento econômico convencional não era capaz de explicar – e, portanto, muito menos capaz de reverter – a dramática situação social e econômica enfrentada naquele momento:

*“A época em que o livro [A Teoria geral...] foi lançado foi certamente uma das razões do seu sucesso. A Grande Depressão não foi apenas uma catástrofe econômica, mas também um fracasso intelectual [...] Poucos economistas tinham uma explicação coerente para a Depressão, tanto sobre a sua profundidade quanto sobre a sua duração [...] A Teoria geral ofereceu uma interpretação para os eventos, um modelo lógico e uma razão clara para a intervenção do governo na economia.”*  
(Blanchard, 1997, p. 610)

Keynes aprofundou as reflexões de Sismonde de Sismondi e Thomas Malthus sobre o princípio da demanda efetiva, ressaltando que o gasto realizado precede a renda e a determina. Ou seja, **a renda é gerada a partir do gasto: o gasto esperado (ex ante) é que define a produção do período corrente e o gasto realizado (ex post) define a renda.**

O princípio da demanda efetiva dá à identidade contábil entre poupança e investimento uma determinação causal: **a**

---

7 De acordo com Say (1983, p. 139, grifos nossos e itálico no original): “(...) **um produto acabado oferece, a partir desse instante, um mercado para outros produtos equivalente a todo o montante de seu valor.** Com efeito, quando o último **produtor acabou um produto, seu maior desejo é vendê-lo** para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, ele tem **igual pressa em desfazer-se do dinheiro** que sua **venda lhe propicia**, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora **não é possível desfazer-se de seu dinheiro, senão procurando comprar um produto qualquer.** Vê-se portanto, que **só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos.**”

**decisão de gastar é sempre autônoma e, numa sociedade onde exista crédito, não depende de nenhuma renda prévia. Isto é, o gasto agregado determina a renda, invertendo a causalidade tradicionalmente aceita. Em particular, o gasto autônomo, a partir da ação do multiplicador, é que determina a renda e o nível de emprego da economia.** (LINS, 2021)

Keynes alertou que as decisões de investimento dos agentes privados dependem de que as suas expectativas de rendimentos futuros sejam maiores do que os rendimentos proporcionados pelas taxas de juros vigentes. Diante de situações de elevada incerteza, a eficiência marginal do capital cai, a taxa de juros tende a subir (caso não haja ação governamental em sentido contrário) e, com isso, o investimento é inibido e o emprego e a renda da economia deixam de crescer ou mesmo caem.

**Quando reconhecemos que o investimento depende fundamentalmente de dois fatores (eficiência marginal do capital > taxa de juros), ambos relacionados à incerteza, fica claro que estamos tratando de uma decisão volátil, o que significa que a produção, a renda e o emprego também são instáveis.**

É o que se nota nas recessões e/ou depressões econômicas. Quanto menos as pessoas investem e consomem, mais escassas se tornam as oportunidades de vender mercadorias lucrativamente, tornando o investimento privado menos atraente, o que reforça a tendência contracionista. A redução nas rendas das famílias e empresas tende a estimular situações de instabilidade social e política, o que aumenta a imprevisibilidade do ambiente econômico e torna ainda mais valiosa a liquidez da moeda. Como a inversão do ciclo econômico passa pela remobilização da capacidade ociosa formada durante a recessão, a realização de novos investimentos privados acaba sendo adiada.

Por isso Keynes enfatizou a importância de que o Estado atue de forma anticíclica. **A política econômica precisa garantir que o emprego e a produção não caiam de forma multiplicada e que, ao contrário, possam crescer, atenuando os problemas de desemprego e multiplicando a produção e a renda a partir da ampliação de gastos públicos que contribuam de forma efetiva para a melhoria das condições de vida da população.**

**Quando a rentabilidade esperada do capital se encontra muito baixa, indicando pessimismo dos investidores privados, torna-se ainda mais importante a ampliação dos gastos públicos. O Estado pode e deve agir assim, pois não tem o objetivo de lucro da iniciativa privada e, por isso, não precisa comparar a eficiência marginal do capital com a taxa de juros. Afinal, um dos principais objetivos da ação governamental é justamente lidar com problemas que o mercado sozinho não resolve, como o desemprego.**

A ampliação dos gastos públicos em economias que estejam operando abaixo do pleno emprego possibilita multiplicar a renda e gerar novos empregos, o que é crucial para mitigar o pessimismo dos agentes privados. Com os níveis de renda e de emprego subindo, os investidores privados passam a ter maior expectativa de demanda pelos seus produtos. Isso eleva a rentabilidade esperada dos seus investimentos, que passa a superar a taxa de juros e assim o investimento privado se amplia. O resultado é a retomada do crescimento econômico, ampliando a renda e gerando novos empregos, o que permite inclusive ampliar a arrecadação tributária.

Dois outros autores foram fundamentais para a consolidação dessa abordagem: Michal Kalecki e Abba Lerner.

Kalecki (1943) alertou que o maior obstáculo para que se alcance o pleno emprego é de natureza política. Entre lucrar mais

em um regime de pleno emprego, no qual a demissão deixa de desempenhar o papel de medida disciplinar de hierarquização social, ou lucrar menos preservando o status social que o poder de demitir proporciona, empregadores preferem a segunda opção. Conseqüentemente, se o Estado não agir deliberadamente para promover o pleno emprego da força de trabalho, parcelas expressivas da população seguirão involuntariamente desempregadas.

Lerner (1943, 1947) foi adiante: usando como referência o princípio da demanda efetiva, passou a discutir a especificidade do gasto público. Lerner observou que o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo, e cujo fluxo pode ser planejado e direcionado para o crescimento econômico, já que o investimento privado dito autônomo visa, em última instância, o lucro. Logo, se não há expectativa de lucro, não há investimento.

Como observado por Lins (2021, grifo no original):

*“(...) na hora em que o governo decide gastar (ou não), tributar/subsidiar (ou não), e também qual será sua política de juros, indica, no mesmo momento, qual vai ser o nível de renda daquela economia, que grupos ou categorias vão ser – direta ou indiretamente – beneficiados ou prejudicados pelos gastos do governo, qual vai ser o nível de emprego.*

*Foi esse o caminho traçado por Lerner para levar até as últimas consequências o princípio da demanda efetiva de Keynes e Kalecki, a partir do conceito de **finanças funcionais**: se a demanda é que move a oferta, e não o contrário; se o melhor “demandador de última instância” é o governo (já que o investimento traz embutida uma expectativa de lucro futuro, não podendo, pois, ser considerado plenamente autônomo); então, o governo é que tem que ser o*

*“condutor” da economia, através do gasto que impulsiona o crescimento até o pleno emprego.”*

Essa forma de analisar as finanças públicas permite concluir que:

“É o governo que dirige a economia, mesmo num contexto liberal, já que o governo é que dá o arcabouço institucional básico dentro do qual as empresas vão se mover – e tomar suas decisões de investimento e produção. Suas decisões de política econômica podem favorecer ou não a entrada de empresas estrangeiras, estimular ou não a competição entre os setores e intrasetores – ou as sinergias idem. O governo pode aumentar o gasto em P&D e direcioná-lo para áreas consideradas estratégicas, como o complexo industrial farmacêutico. Ou pode estimular a exportação de produtos primários, para que se importem os bens intensivos em tecnologia. Pode construir um Estado de bem-estar social, reforçando os gastos em saúde e educação públicas e estruturando um sistema de seguridade social sólido. Ou reduzir a participação do Estado e deixar a educação e a saúde a cargo do setor privado.

A ideia de “Estado mínimo” é, pois, uma falácia. Não há a alternativa de “menos Estado”: há formas de atuação do Estado que são diferentes e beneficiam mais ou menos os trabalhadores ou os donos do capital.

(...) Em resumo, ao rejeitar a ideia de “finanças saudáveis” e afirmar a necessidade de um Estado que busque ativamente o pleno emprego, Lerner traz de volta para o centro da ribalta a economia como economia política. Na medida em que se considera que não há necessidade nem motivo para igualar receitas e despesas no setor público, abre-se espaço para o plane-



jamento econômico visando o crescimento, a elevação do emprego e a redução da desigualdade.”

Em suma, **não há motivo (do ponto de vista estritamente financeiro) para que um governo monetariamente soberano como o brasileiro deixe de realizar os gastos que forem necessários para assegurar o cumprimento de metas politicamente pactuadas – tais como os objetivos fundamentais da República definidos na Constituição brasileira. Não faz sentido a crença segundo a qual “a Constituição não cabe no orçamento”. É o orçamento público que deve se adequar à Constituição, e não o contrário.**

Isso não significa, no entanto, que os governos (monetariamente soberanos) possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. A seguir abordaremos três restrições que precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, os riscos de aceleração da inflação e as restrições externas.

### 3. Restrições Autoimpostas pelas Leis Orçamentárias

Embora do ponto de vista financeiro um governo monetariamente soberano sempre possa gastar mais na moeda que ele mesmo emite, as decisões alocativas relativas a esses gastos envolvem processos complexos de disputa e pactuação política. Isso ocorre porque as decisões alocativas implicam em custos de oportunidade para a mobilização dos recursos escassos, dentre os quais podemos destacar a força de trabalho, os recursos naturais, as tecnologias disponíveis, as reservas internacionais

e a capacidade de gestão.

Isso significa que para determinados grupos de interesse certas despesas podem ser desejáveis, mas para outros não. É o que ocorre, por exemplo, quando ofertantes de serviços privados em áreas como saúde e educação veem suas expectativas de lucro ameaçadas pela possibilidade de que a oferta de serviços públicos nessas áreas seja feita com qualidade e abrangência condizentes com as determinações constitucionais. **Como é desgastante assumir que o subfinanciamento de certos serviços públicos é uma escolha política, a saída usual dos grupos dirigentes e dos seus apoiadores (nos meios de comunicação, nos centros de pesquisa etc.) consiste em acionar falácias como “o dinheiro acabou” e “o Estado está quebrado”.**

Sobre isso, Samuelson (1998) comentou que uma das funções das antigas religiões era assustar as pessoas com mitos para que elas se comportassem da maneira que a vida civilizada requer. De forma análoga, a superstição de que o orçamento deve ser o tempo todo equilibrado cumpriria papel semelhante ao das antigas religiões, na medida em que contribui supostamente para uma maior disciplina na alocação de recursos.<sup>8</sup>

Acontece que não existe neutralidade técnica na definição de quais despesas públicas são desejáveis ou não. Trata-se essencialmente de um problema político. Como tal, exige ampla transparência para que os cidadãos sejam devidamente informados sobre as verdadeiras motivações de cada decisão alocativa, o que inclui identificar os segmentos sociais que serão beneficiados ou prejudicados.

8 “I think there is an element of truth in the view that the superstition that the budget must be balanced at all times, once it is debunked, takes away one of the bulwarks that every society must have against expenditure out of control: there must be discipline in the allocation of resources or you will have anarchistic chaos and inefficiency. And one of the functions of old-fashioned religion was to scare people by sometimes what might be regarded as myths into behaving in a way that the long-run civilized life requires.” (SAMUELSON, 1998)

É justamente por isso que as sociedades criam instituições para disciplinar o exercício desse poder. Com isso se espera que as decisões sobre a mobilização da força de trabalho, dos recursos naturais, das tecnologias e da capacidade de gestão sejam objeto de pactuação política entre os representantes eleitos pela população, o que se traduz em leis orçamentárias que estipulam os limites de gastos a serem observados em cada programa governamental.

Assim, **considerando a institucionalidade brasileira: embora a União sempre possa honrar compromissos financeiros denominados em reais, pois trata-se da moeda que ela mesmo emite, é preciso uma autorização do Congresso para que o Tesouro Nacional e o Banco Central realizem os procedimentos operacionais necessários para que os valores correspondentes sejam depositados nas contas bancárias das pessoas físicas e jurídicas ofertantes dos bens e serviços contratados pela própria União para viabilizar a oferta de políticas públicas.** Essa autorização do Congresso se dá por meio da aprovação da Lei Orçamentária Anual, estabelecendo limites de gasto para cada programa e ação governamental.

Tais restrições de gasto autoimpostas pelas leis orçamentárias são compreensíveis na medida em que possibilitam o compartilhamento de poder decisório entre o Poder Executivo, responsável pela elaboração do Projeto de Lei Orçamentária Anual e a sua posterior execução, e o Poder Legislativo, que é responsável pela apreciação, o aperfeiçoamento, a aprovação e a fiscalização da execução de cada lei e despesa orçamentária. Nesse arranjo, compete ao Poder Judiciário, ao Ministério Público e à Defensoria Pública a elaboração das propostas orçamentárias referentes às suas próprias atribuições institucionais, bem como a fiscalização dos atos dos Poderes Executivo e Legislativo, zelando para que as normas constitucionais e infraconstitucionais se-

jam devidamente cumpridas.

Esse compartilhamento de responsabilidades permite que presidentes eleitos com plataformas mais restritivas em relação à oferta de políticas públicas possam submeter à apreciação parlamentar projetos de leis orçamentárias condizentes com tais plataformas, da mesma maneira que presidentes eleitos com plataformas mais abrangentes para as políticas públicas possam enviar ao Congresso leis orçamentárias que correspondam ao mandato que lhes foi conferido pelas urnas. Em ambos os casos, cabe aos parlamentares, também eleitos pelo voto popular, pactuarem os ajustes que julgarem necessários nas leis orçamentárias, observando o conjunto das normas constitucionais e infraconstitucionais.

Dessa maneira, caso o Chefe do Poder Executivo eleito pela população envie ao Congresso Nacional uma proposta de Lei Orçamentária Anual com dotações insuficientes para a adequada efetivação de determinados deveres e direitos estabelecidos pelas normas constitucionais e infraconstitucionais, cabe aos parlamentares fazerem as correções que entenderem ser necessárias durante a apreciação do projeto de lei, bem como fiscalizar a execução da lei que venha a ser por eles aprovada.

De forma complementar, cidadãos e pessoas jurídicas que entendam que os representantes eleitos para os Poderes Executivo e Legislativo não estejam cumprindo adequadamente com as suas atribuições podem recorrer ao Poder Judiciário, ao Ministério Público e à Defensoria Pública em busca da reparação de eventuais omissões e outras irregularidades que venham a ser cometidas pelos agentes públicos.

Apesar da complexidade inerente a essas relações interinstitucionais, o que muitas vezes envolve controversas interpretações acerca da efetiva observação das normas vigentes, trata-se de formas de compar-

tilhamento do poder decisório que visam evitar concentração excessiva de poder em poucos indivíduos e organizações.

Nesse sentido, a autorização legal para que determinado gasto público seja realizado pode ser entendida, ao mesmo tempo, como o menor e o maior dos problemas para o exercício da soberania monetária de um país. É um problema de menor importância quando consideramos que basta o Parlamento autorizar a realização daquele gasto para que as autoridades monetária e fiscal adotem os procedimentos operacionais necessários para a criação do dinheiro. Mas esse problema, aparentemente trivial, deixa de sê-lo quando observamos que tais autorizações legislativas envolvem complexas disputas de poder, tanto maiores quanto mais democrático (vale dizer: plural e representativo) for o ambiente político e institucional dentro do qual elas ocorrem.

O que precisa ficar claro, no entanto, é que as restrições de gasto autoimpostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

#### 4. Riscos de Aceleração da Inflação

Uma segunda restrição relevante para a ampliação dos gastos públicos diz respeito aos riscos de aceleração da inflação. Sobre isso é importante destacar que inflações moderadas (de até 5% ao ano, por exemplo) são um fenômeno recorrente em economias capitalistas.

Identificar eventuais beneficiados ou prejudicados por processos inflacionários demanda análises complexas para cada setor da economia, de forma que se possa ponderar em qual proporção cada segmento social se apropriou de determinados aumentos de preços, bem como o quanto isso pode ter impactado o custo de vida ou de produção em cada setor.

O que realmente causa maior preocupação são as situações extremas, tais como as experiências de hiperinflação, observadas em países da Europa, no entre guerras. Regimes de alta inflação crônica – que assolaram a América Latina nos anos 1980 – e, mais recentemente, a ameaça de uma deflação nas economias desenvolvidas, também são preocupantes e devem ser combatidas. De fato, essas anomalias são relativamente raras, mas o simples temor (ou expectativa) de que elas possam vir a acontecer costuma impactar as decisões de investimento e de consumo dos agentes privados.

Por exemplo, se em determinado país houver uma percepção generalizada de que o nível geral de preços irá cair (deflação), a tendência dos agentes privados será postergar seus gastos, para que possam se beneficiar de preços menores no futuro. Além disso, o investimento na produção de bens e de serviços se torna menos lucrativo, visto que representa a aquisição futura de menores receitas obtidas a partir da venda de mercadorias mais baratas. Caso essa percepção de tendência de queda dos preços seja muito elevada, o impacto macroeconômico será recessivo. Isso provocará aumento do desemprego, o que reduzirá ainda mais a demanda agregada e assim por diante.

Por outro lado, se houver uma percepção generalizada de que os preços irão aumentar de forma acelerada, isso tenderá a elevar o grau de incerteza sobre o futuro, o que também levará os agentes econômicos a postergarem decisões mais arrojadas de consumo ou de investimento (como financiar a compra de um imóvel ou adquirir equipamentos para a ampliação da capacidade instalada de uma empresa), o que aumentará o desemprego, reduzirá a demanda agregada e assim por diante.

**É por isso que os governos devem se esforçar para que suas economias funcionem com patamares moderados de**

**inflação, de forma a estimularem as decisões de consumo e de investimento em ambientes de negócios com alguma previsibilidade.**

Nas raríssimas situações em que a economia de um país se encontra com pleno emprego das suas forças produtivas, o que se espera do seu governo é que administre os gastos públicos e os estímulos aos gastos privados de forma a evitar acelerações indesejadas da inflação por excesso de demanda. Essas situações são excepcionalmente raras, pois quando as empresas se aproximam da ocupação máxima da sua capacidade instalada, a expectativa de poder ampliar suas vendas motiva a ampliação dessa capacidade, contribuindo para a formação de um círculo virtuoso de crescimento.

Nestes casos, com pleno emprego da força de trabalho, o setor público pode reduzir algumas despesas (como as referentes ao seguro-desemprego e as transferências de renda para os mais pobres), além de ampliar as alíquotas de determinados impostos (o que reduz a renda disponível dos agentes) e ampliar a taxa básica de juros da economia e as taxas de juros cobradas pelos bancos públicos (o que eleva o custo de novas decisões de consumo e investimento, desacelerando sua velocidade).

Note-se que tanto o aumento do gasto público quanto o do gasto privado podem ter impactos inflacionários em uma economia que esteja operando em situação de pleno emprego. É por isso que os gastos públicos e os estímulos aos gastos privados precisam ser bem calibrados, objetivando o pleno emprego da força de trabalho. Isto é, mirando o patamar em que todos que estejam dispostos e aptos a trabalhar, em troca de determinado salário-mínimo, possam encontrar oportunidades dignas de trabalho no setor privado ou no setor público.

**Não é desejável estimular a ampliação dos gastos (públicos ou privados) em**

**situações de pleno emprego, pois isso tenderá a gerar inflação de demanda. Como também não é desejável administrar o nível geral de gastos (públicos e privados) em patamares abaixo do pleno emprego, pois isso significa uma subutilização da capacidade produtiva daquela sociedade, com consequências sociais indesejáveis: desemprego involuntário, pobreza etc.**

Por isso é fundamental controlar a inflação pelo lado da oferta, o que exige a identificação das pressões de custos que possam estar impactando o nível de preços: inflação de salários; inflação de lucros; inflação importada; e inflação de gargalos setoriais de oferta. (DAVIDSON, 1978; 2003; MODENESI, 2005; MODENESI e PIMENTEL, 2020)

*A inflação de salários é aquela resultante de persistentes elevações dos salários nominais. Duas variáveis são centrais para que isso ocorra: a aspiração salarial dos trabalhadores e o poder de barganha nas negociações entre trabalhadores e empregadores. Dado que em países periféricos como o Brasil os salários médios são significativamente inferiores aos dos países centrais, é natural que ciclos de aceleração do crescimento econômico sejam acompanhados por alguma elevação de salários, como consequência da combinação entre maior capacidade de pagamento dos empregadores (decorrente do aumento verificado e/ou esperado das suas receitas) e o aumento do poder relativo de barganha dos trabalhadores (que passam a dispor de maior variedade e melhores ofertas de trabalho).*

Embora em um primeiro momento isso possa pressionar os custos de atividades intensivas em trabalho, trata-se de um bom problema se a inclusão social for um objetivo da gestão macroeconômica. Afinal, salários mais altos contribuem para a redução da pobreza e o fortalecimento do mercado interno, o que possibilita a ampliação

das escalas de produção. Ou seja, beneficiam tanto os trabalhadores assalariados quanto os empregadores privados, pois estes podem ampliar seus lucros e reduzir os custos unitários de produção na medida em que suas vendas crescem.

Já a *inflação de lucros* está relacionada à estrutura de mercado e ao regime concorrencial. Como a elasticidade-preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, os produtores podem repassar choques de custos para os preços com maior liberdade. Ao favorecer a ampliação das margens de lucros, o poder de oligopólio pode gerar pressões inflacionárias. O combate a esse tipo de inflação exige políticas de defesa da concorrência que coíbam práticas anticompetitivas (como cartelização e conluio na formação de preços) com critérios transparentes de reajustes de preços que preservem o poder aquisitivo dos cidadãos nos casos em que existam monopólios ou oligopólios naturais na oferta de serviços (como na área de infraestrutura).

A *inflação importada*, por sua vez, se refere aos preços dos bens e serviços que cada país importa. Depende tanto das estruturas de custos dos bens e serviços importados quanto da taxa de câmbio vigente. Como sustentar um regime de câmbio fixo no atual sistema monetário internacional exige enorme acúmulo de reservas cambiais para fazer frente a possíveis ataques especulativos, o mais recomendável é combinar regime de câmbio flexível com controles do fluxo de capitais e intervenções pontuais do Banco Central (*flutuação suja*), para impedir excessos de volatilidade.

Ademais, como será discutido na próxima seção, o combate à inflação importada exige planejamento de longo prazo e incentivos para a sofisticação tecnológica dos bens e serviços produzidos, de forma que se possa, gradativamente, exportar bens e serviços com maior complexidade tecnológica, ao mesmo tempo em que se evita que

o crescimento do valor das importações ocorra de forma mais acelerada do que o crescimento das exportações.

O quarto, mas não menos importante, tipo de inflação de custos é a *inflação de gargalos setoriais de oferta*. É o que ocorre quando há uma insuficiência na oferta de determinado bem ou serviço essencial para o conjunto da economia. Esse tipo de inflação pode ser observado, por exemplo, quando há escassez (pontual ou generalizada) de alimentos, como observada durante a pandemia da Covid. Também se verifica na ocorrência de restrições na oferta da energia (como ocorrido em 2001/2002 e atualmente) e de combustíveis. As causas dessas escassezes relativas de insumos de utilização universal são muitas: naturais, geopolíticas etc.

Para lidar com essas situações é preciso administrar estoques reguladores de produtos e serviços estratégicos, como alimentos e energia. No caso dos alimentos, uma política de segurança alimentar deve ser realizada de forma ativa, como se faz nas principais economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Como os processos de crescimento econômico costumam ser acompanhados de desequilíbrios setoriais, sem planejamento e coordenação governamental, é de se esperar que surjam gargalos em setores específicos, o que pode provocar aumentos de preços com potencial para impactar outros setores da economia.

Em suma, **governos que se limitem a controlar a inflação manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros, de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, deixam de enfrentar as causas concretas dos aumentos de preços. Isso inviabiliza a ampliação das escalas de produção, o fortalecimento dos encadeamentos produtivos e a manifestação de sinergias intersetoriais e territoriais, impedindo a dinamização do mercado interno e o ple-**

**no emprego das forças produtivas nacionais.**

**Para lidar adequadamente com as pressões inflacionárias os governos precisam identificar e agir sobre cada tipo de inflação. Isso pode ser feito do ponto de vista regulatório (estabelecendo determinados parâmetros legais a serem observados pelos agentes privados), por meio de estímulos tributários e/ou creditícios (mediante o cumprimento de metas de interesse coletivo que justifiquem tais estímulos) ou pela ação direta de empresas estatais e/ou paraestatais (com foco em atividades de infraestrutura e que atuem na fronteira tecnológica, por exemplo).**

Nesse sentido, ampliar os gastos públicos em atividades que contribuam para reduzir os custos de vida e de produção viabiliza o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que pode contribuir para a estabilização do nível de preços. Isso motiva os empresários a ampliarem seus investimentos, na expectativa de que encontrarão compradores (públicos ou privados) para os bens e serviços que ofertam. E possibilita a ampliação das escalas produtivas, reduzindo os custos unitários de produção, o que também contribui para a estabilização dos preços.

## **5. Restrições Externas**

Outra restrição relevante para os gastos públicos se refere à posição de cada país no contexto internacional. Como demonstra Fiori (2007, 2014), o sistema político mundial é caracterizado pela competição entre seus Estados e economias nacionais. Nesse sistema não existem países satisfeitos; todos estão sempre se propondo a aumentar seu poder e sua riqueza, e, nesse sentido, todos são expansivos – em particular as grandes potências que já ocupam o topo da hierarquia do poder e da riqueza mundiais. Por isso, a luta dessas potências está diretamente ligada à expansão con-

tínua dos seus territórios econômicos supranacionais e ao controle monopólico de novos mercados.

Essa permanente competição deu origem a um sistema monetário internacional no qual as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com o seu grau de liquidez e sua capacidade de desempenhar, em âmbito internacional, as três funções da moeda: meio de troca; unidade de conta e denominação de contratos; e reserva de valor (FRITZ, PAULA e PRATES, 2016). A moeda nacional que melhor desempenha essas três funções em âmbito internacional é considerada a moeda-chave, e por isso está posicionada no topo da hierarquia. As moedas emitidas pelos demais países avançados desempenham apenas parcialmente essas funções: como apresentam um grau de liquidez menor do que a moeda-chave, se encontram em uma posição intermediária na hierarquia de moedas. No nível mais baixo dessa hierarquia estão as moedas emitidas por países periféricos: estas são consideradas moedas não-líquidas, pois não cumprem muito bem as funções da moeda em âmbito internacional.

Esse caráter hierárquico do sistema monetário internacional foi apontado por Keynes (1930) na sua obra *Treatise on Money*; e retomado em suas contribuições para a Conferência de Bretton Woods. Como destacado por Skidelsky (2000), durante os preparativos para Bretton Woods, Keynes estava especialmente preocupado com a condição da Inglaterra enquanto país devedor no pós-Segunda Guerra Mundial. Tal preocupação o levou a propor a criação de uma moeda internacional (Bancor) e de uma espécie de Banco Central Internacional (Internacional Clearing Union).

As recomendações de Keynes foram apenas superficialmente contempladas com a criação do Fundo Monetário Internacional, em 1945. O sistema monetário internacional permaneceu hierarquizado e assimétrico, com o dólar estadunidense assumindo

o papel de moeda-chave internacional no pós-guerra. Situação essa que se agravou a partir do fim do padrão-ouro, em 1971, quando os estadunidenses anunciaram que a sua moeda não seria mais lastreada em quantidades previamente definidas de ouro.

Ao anunciarem o abandono unilateral do padrão-ouro, os Estados Unidos reforçaram sua condição de *hegemon* do sistema financeiro internacional. Com o dólar fiduciário,<sup>9</sup> o sistema monetário internacional se tornou mais dependente das escolhas de políticas econômicas do país emissor da moeda-chave em nível mundial, o que intensificou a volatilidade dos fluxos de capitais em uma economia caracterizada pela subordinação dos sistemas produtivos à lógica financeira dos negócios.

Segundo Fritz, Paula e Prates (2016), as principais características do atual sistema monetário internacional são: o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; o regime de câmbio flutuante; e a livre mobilidade de capitais. Nesse sistema, a interação entre a moeda-chave fiduciária e o ambiente de alta mobilidade de capital impulsionou a integração dos mercados financeiros domésticos e as inovações financeiras (securitização, derivativos etc.), que resultaram no ambiente de globalização financeira, caracterizado por uma alta volatilidade – com os fluxos de capitais, taxas de câmbio, taxas de juros e preços dos ativos sujeitos a grandes flutuações de curto prazo – e um elevado grau de contágio.

Um sistema com tais características é altamente instável, com impactos profundos especialmente sobre as economias dos países periféricos. Afinal, se por um lado os agentes econômicos encontram maior facilidade para diversificar seus portfólios de investimentos, mantendo em suas car-

teiras ativos financeiros denominados em diferentes moedas, por outro lado esses mesmos agentes podem retirar com facilidade volumes expressivos de aplicações denominadas na moeda de um país que esteja sob ataque especulativo. E como as moedas emitidas por países periféricos apresentam liquidez menor do que a dos países centrais, são os países periféricos os que mais sofrem com os movimentos abruptos de entrada e saída de capitais, principalmente durante períodos de crise em que os agentes buscam aumentar a liquidez e reduzir o risco de suas aplicações.

Na atual hierarquia de moedas, uma moeda desempenha as três funções da moeda muito melhor que as outras em âmbito internacional: o dólar estadunidense é a moeda mais utilizada nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de conta e de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes diante das incertezas econômicas (reserva de valor).

Prates (2002) ressalta que as moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional, além de serem demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios de investidores internacionais. Nisso se distinguem das moedas dos países periféricos, que raramente são utilizadas em contratos internacionais e mantidas como ativos de reserva nos portfólios dos não residentes.

**Essa assimetria monetária se reflete em diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas. Nos níveis mais elevados da hierarquia estão os países centrais (com destaque para o emissor da moeda-chave internacional), que desfrutam de ampla autonomia para definir as taxas de juros dos seus títulos públicos de acordo**

9 Isto é, sem lastro em objetos físicos (como o ouro) que atestem o seu valor.

**com seus próprios interesses de desenvolvimento. No nível mais baixo estão os países periféricos. Por serem emissores de moedas de baixa procura internacional, os governos desses países precisam pagar, ao emitirem títulos públicos, taxas de juros superiores às praticadas pelos países centrais. Caso contrário, dificilmente os agentes econômicos terão interesse de manter tais títulos em seus portfólios.**

Caso o governo de um país periférico decida emitir títulos públicos com taxas de juros iguais ou inferiores às dos títulos do governo estadunidense, por exemplo, a tendência dos agentes econômicos (inclusive os residentes no próprio país periférico) será direcionar parcelas maiores dos seus investimentos para os títulos do governo estadunidense. Isso tenderá a provocar uma desvalorização da moeda do país periférico em relação ao dólar, com consequências possivelmente indesejáveis em termos de controle da inflação doméstica e manutenção do poder de compra real dos seus residentes.

Da mesma forma, quando as aplicações financeiras nos países centrais oferecem rendimentos mais modestos, os agentes econômicos se veem estimulados a direcionarem uma parcela maior dos seus investimentos para os países periféricos. É o que muitas vezes ocorre com os reinvestimentos de lucros de empresas sediadas nos países centrais, mas que possuem filiais em países periféricos.

No entanto, quando as autoridades monetárias dos países centrais decidem aumentar as taxas de juros referenciais das suas economias, ou ainda quando há um aumento da preferência pela liquidez (em função do aumento das incertezas na economia mundial, por exemplo), os agentes econômicos tendem a redirecionar para os países centrais investimentos que haviam sido diversificados para os países periféricos. Movimentos esses que ocorrem mui-

tas vezes de forma independente dos fundamentos macro e microeconômicos das economias dos países periféricos e dos balanços das suas empresas.

Desta maneira, segundo Prates (2002), são as assimetrias monetárias e financeiras vigentes no sistema monetário internacional que explicam não apenas a maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca aos fluxos de capitais, mas também a tendência desses países de se endividarem em moeda estrangeira e dolarizarem suas economias. Esses dois fatores resultariam, por sua vez, em descasamento de moedas e em feedbacks recíprocos entre as crises cambiais e bancárias, o que explicaria o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais.

**Logo, na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter os movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, são mais limitados do que nos países centrais os instrumentos que os países periféricos dispõem para exercerem plenamente a sua soberania monetária.**

Há que se ressaltar, no entanto, que a condição periférica não é imutável. Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável nas hierarquias internacionais de poder e de moedas, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.



## 6. Considerações Finais

Tendo em vista que a Constituição brasileira estabelece que o planejamento é determinante para o setor público e indicativo para o setor privado, torna-se fundamental entendermos as distinções entre as lógicas que orientam as finanças públicas e privadas.

Por isso, **buscamos demonstrar neste trabalho que: i) para haver superávit privado é preciso que o setor público seja deficitário; ii) governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem; e iii) o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo em uma economia monetária.**

Ressaltamos, no entanto, que isso não significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam realizar gastos públicos de forma ilimitada. Afinal, ao menos três restrições precisam ser observadas quando se trata do planejamento dos gastos públicos: i) as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, ii) os riscos de aceleração da inflação e iii) as restrições externas.

Sobre as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, argumentamos que a autorização legal para que determinado gasto público seja realizado pode ser entendida ao mesmo tempo como o menor e o maior dos problemas para o exercício da soberania monetária de um país.

É um problema de menor importância quando consideramos que basta o Parlamento autorizar a realização daquele gasto para que as autoridades monetária e fiscal adotem os procedimentos operacionais necessários para a criação do dinheiro. Por outro lado, esse problema deixa de ser trivial quando observamos que tais autorizações legislativas envolvem complexas disputas de poder acerca da mobilização dos recursos reais escassos necessários para a implementação das

políticas públicas, dentre os quais destacamos a força de trabalho, os recursos naturais, as tecnologias disponíveis e a capacidade de gestão.

Assim, ressaltamos que as restrições de gasto impostas pelas leis orçamentárias são uma consequência da correlação de forças políticas existentes em cada sociedade; e não uma inevitabilidade técnica decorrente da suposta “falta de dinheiro”.

Sobre os riscos de aceleração da inflação, argumentamos que governos que se limitem a controlar a inflação pelo lado da demanda, manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, deixam de enfrentar as causas concretas dos aumentos de preços.

Daí a importância da ação governamental, visando controlar a inflação pelo lado da oferta, com atenção especial a três tipos de inflação de custos: a inflação de lucros, a inflação importada e a inflação de gargalos setoriais de oferta. Destacamos que isso pode ser feito do ponto de vista regulatório, por meio de estímulos tributários e/ou creditícios ou pela ação direta de empresas estatais e/ou paraestatais. Nesta perspectiva, ampliar os gastos públicos em atividades que contribuam para reduzir os custos de vida e de produção pode viabilizar o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que contribui para a estabilização do nível de preços.

Em relação às restrições externas, reconhecemos que diante das assimetrias de poder e monetárias vigentes no sistema monetário internacional, e na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter os movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, são mais limitados do que nos países centrais os instrumentos que países periféricos como o Brasil dispõem para exercerem plenamente a sua soberania monetária.

Pontuamos, no entanto, que a condição periférica não é imutável. Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável nas hierarquias internacionais de poder e de moedas, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais

diversificada e sofisticada tecnologicamente.

Ao que tudo indica, a segunda alternativa parece ser a mais adequada para um planejamento que seja determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Logo, torna-se fundamental reconhecermos que: i) o governo brasileiro é capaz de financiar as políticas públicas necessárias para assegurar o pleno cumprimento dos objetivos fundamentais da República; e ii) o planejamento dos gastos públicos precisa considerar as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, os riscos de aceleração da inflação e as restrições externas.

## Referências

- BLANCHARD, O. **Macroeconomics**. Nova Jersey: Prentice Hall, 1997.
- DALTO, F.; GERIONI, E.; OZZIMOLO, J.; DECCACHE, D.; CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. London: Macmillan, 1978.
- \_\_\_\_\_. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.
- FIORI, J.L. **Formação, expansão e limites do poder global**. In FIORI, J.L. O Poder americano. Petrópolis: Ed. Vozes, 2007.
- \_\_\_\_\_. **História, estratégia e desenvolvimento: para uma geopolítica do capitalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.
- FRITZ, B.; PAULA, L.F.; PRATES, D. **Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista**. In: FERRARI FILHO, F.; TERRA, F.H.B.T. (Org.). Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral. Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016, p. 177-202.
- KALECKI, M. **Political aspects of full employment**. The Political Quarterly, 1943.
- KELTON, S. **The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy**. New York: Public Affairs, 2020.
- KEYNES, J. M. **The Treatise on Money, II. The Applied Theory of Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1930, pp.189-367.
- \_\_\_\_\_. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. D. Moggridge (Ed). London: Macmillan, 1980.
- \_\_\_\_\_. **Activities 1941-46: Shaping the Post-War World, Bretton Woods and Reparations**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXVI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1944, pp. 1-238.

- \_\_\_\_\_. **The general theory of employment, interest and money.** London: Harcourt, 1964.
- LERNER, A. **Functional Finance and the Federal Debt.** Social Research, no. 10, 1943.
- \_\_\_\_\_. **Money as a Creature of the State.** The American Economic Review, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association., pp. 312-317, 1947.
- LINS, R. **Finanças Funcionais: A contribuição de Abba Lerner.** Rede MMT Brasil, 2021.
- MALTHUS, T. R. **Princípios de economia política.** Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- MATUS, C. **Política, planejamento & governo.** Brasília: Ipea, 1993.
- \_\_\_\_\_. **O plano como aposta.** In: GIACOMONI, J.; PAGNUSSAT, J. (org.). Planejamento e Orçamento Governamental. Brasília: Enap, 2007.
- MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável.** Osasco: Novo Século Editora, 2013.
- MITCHELL, W.; WRAY, L. R.; WATTS, M. **Macroeconomics.** Macmillan/Red Globe Press, 2019.
- MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real.** Barueri: Manole, 2005.
- MODENESI, A. M.; PIMENTEL, D. **O Banco Central Ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro.** Texto para Discussão nº 17, 2020.
- PRATES, D. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa.** Tese de doutorado. Universidade de Campinas, Instituto de Economia, 2002.
- SAMUELSON, P. **The balanced budget myth.** Entrevista concedida a Mark Blaug, disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=4\\_pasHodJ-8](https://www.youtube.com/watch?v=4_pasHodJ-8). 1998.
- SAY, J.B. **Tratado de economia política.** São Paulo: Abril Cultural. Coleção Os Economistas, 1983.
- SISMONDI, S. **Nouvenax principes d’économie politique.** Paris: Delaunay, 1827.
- SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: Fighting for Britain - 1937-1946.** London: Macmillan, v. 3, 2000.
- WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços.** Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.
- \_\_\_\_\_. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary.** University of Missouri-Kansas City, 2015.

# 5

## A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público

Daniel Negreiros Conceição<sup>1</sup>

Fabiano Dalto<sup>2</sup>

### Resumo

Os eventos econômicos ocorridos em 2020, no Brasil, não deveriam permitir que pairassem dúvidas sobre a capacidade do governo brasileiro de realizar pagamentos em reais, sem risco de esgotamento das suas fontes de financiamento, explosão da taxa de juros, ou descontrole inflacionário.

A pandemia do novo coronavírus forçou o governo brasileiro, na prática, a abandonar completamente a sua agenda de austeridade fiscal, obrigando-o a elevar extraordinariamente os gastos públicos, bastando para isso que se desobrigasse de cumprir as regras fiscais (auto)impostas desnecessariamente pela legislação brasileira. Estes fatos são completamente inexplicáveis a partir da visão convencional sobre finanças públicas e macroeconomia, segundo a qual todo e qualquer governo se encontra ameaçado de esgotamento de suas fontes de financiamento caso não cuide de manter estável (como fração do PIB) o estoque de sua dívida.

Neste artigo, apresentamos uma explicação sobre como o governo brasileiro é capaz de gastar sem limites financeiros, tal como efetivamente ocorrido em 2020, e argumentamos que esta capacidade pode e deve ser utilizada para que a demanda da economia seja mantida sempre perto do seu nível ótimo, compatível com o pleno emprego, com o crescimento sustentável, e com a oferta generosa de bens e serviços públicos garantidores dos direitos fundamentais da população. Para tal, argumentamos que o governo deve abandonar de vez a busca pelo equilíbrio e sustentabilidade fiscal intergeracional como objetivo condicionante do gasto público e abraçar *critérios funcionais* para a identificação do tamanho e composição do gasto público compatíveis com o funcionamento saudável da economia.

Como tem sido demonstrado recorrentemente ao longo dos séculos, e eloquentemente durante a atual crise da pandemia

---

1 Professor de economia e gestão pública para o desenvolvimento econômico e social do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) na UFRJ e presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

2 Professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da UFPR e diretor de pesquisa do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

do Covid-19, nas crises econômicas é o governo quem socorre o sistema financeiro e não o contrário. Se durante as crises os governos monetariamente soberanos não encontram dificuldade em se financiar, seria curioso se tivessem dificuldades de fazê-lo em épocas de estabilidade e crescimento.

Os gastos do governo monetariamente soberano estão condicionados, apenas, por: i) suas próprias prioridades políticas; ii) por restrições de disponibilidade de recursos “reais” compráveis com a moeda do Estado; e iii) por restrições legais autoimpostas. Considerando essas restrições, duas são as tarefas necessárias, no contexto brasileiro atual, para tornar as finanças públicas *funcionais* para as grandes transformações

necessárias para tornar a economia brasileira socialmente justa, ambientalmente sustentável e economicamente estável: (1) revogar as restrições fiscais (LRF, Teto dos Gastos e Regra de Ouro) que têm tornado o orçamento insuficiente e inadequado (disfuncional), impedindo atingir objetivos socioambientais, e pró cíclico, amplificando as flutuações econômicas; (2) fortalecer os mecanismos já existentes de planejamento orçamentário (PPA e LOA) orientados para o pleno uso dos recursos reais disponíveis de forma a atingir as prioridades de transformação econômicas e sociais, ao mesmo tempo em que estabilize a economia diante de choques (como o provocado pela pandemia).

## 1. Introdução

2020 foi o ano em que se desfez o mito de que o Estado brasileiro poderia “quebrar”. A terrível pandemia do novo coronavírus produziu efeitos devastadores para todas as economias do mundo e, pelo menos num primeiro momento, obrigou economistas e governantes a questionarem, radicalmente, o entendimento convencional sobre os verdadeiros limites da gestão macroeconômica. Mesmo governos declaradamente confiantes na eficiência autocorretiva de suas economias de livre mercado, e comprometidos com a busca intransigente do equilíbrio fiscal, foram obrigados a abandonar, ou pelo menos suspender, suas convicções liberais em favor de um ativismo macroeconômico pragmático, com expansões fiscais e monetárias tão extraordinariamente agressivas quanto necessárias para que a crise econômica deflagrada pela pandemia não levasse seus países ao colapso político, social e econômico.

Foi o caso brasileiro. Durante os meses que precederam a pandemia no país, representantes do governo federal, e a maioria dos especialistas com espaço garantido no debate público, defenderam dogmaticamente que o grande problema da economia brasileira era a suposta crise fiscal do Estado brasileiro. Estava a pleno vapor uma massacrante campanha midiática, em sintonia fina com o governo federal, em defesa de mais uma reforma (supostamente) saneadora das contas públicas, desta vez para reduzir os gastos do Estado com a es-

trutura organizacional e a remuneração de seus servidores. A reforma administrativa (PEC 32/2020) redutora do Estado brasileiro se somaria ao congelamento constitucional dos gastos públicos primários, em valores reais, por até 20 anos, instituído em 2016 pela Emenda Constitucional nº 95, e ao desmonte do sistema previdenciário brasileiro, pela Emenda Constitucional nº 103 de 2019, sempre sob a desculpa de que o governo brasileiro havia esgotado o seu espaço fiscal e precisava estabilizar ou mesmo reduzir o valor de suas dívidas como fração do produto da economia para evitar uma situação de insolvência ou o inevitável descontrole inflacionário.<sup>3</sup>

Na época, não era raro ouvir de representantes do governo e de especialistas prestigiados pela mídia corporativa alguma versão do mantra “O dinheiro acabou”, em referência à suposta falta de capacidade do Estado brasileiro de seguir fazendo seus pagamentos. No entanto, a realidade se impôs à ortodoxia macroeconômica com a força de um tsunami sanitário, que trouxe consigo a ameaça de milhões de mortos e doentes a partir de março de 2020. Confrontados com o risco de hecatombe seguida de colapso social, econômico e político, representantes do governo brasileiro, e a maioria dos especialistas que defendiam a austeridade, abandonaram seus discursos alarmistas sobre a crise fiscal. Antes da pandemia, se o consenso entre os economistas ortodoxos era que o Estado era grande demais e que os seus gastos primá-

---

3 Quando não apontavam para a proximidade de indicadores fiscais com valores arbitrários e lógica e teoricamente injustificáveis, declarados como “insustentáveis” (como se algo magicamente destrutivo acontecesse quando a dívida do governo tivesse o mesmo valor do produto anual) apontavam para a dificuldade crescente que o governo enfrentava para operar dentro do “teto constitucional de gastos” como evidência da crise fiscal. Contraditoriamente, este mesmo teto constitucional já havia sido criado sob a justificativa de que evitaria uma crise fiscal. No entanto, ao invés de reduzir o risco de crise fiscal, foi o próprio teto constitucional que transformou a ameaça (infundada) de crise fiscal em realidade, não pelo risco de esgotamento operacional da capacidade do Estado de fazer pagamentos, mas pela dificuldade cada vez maior com que o governo brasileiro passou a dar conta da totalidade dos seus gastos primários sem que este valor ultrapassasse o limite desnecessário estabelecido pela nova regra constitucional autoimposta.

rios precisavam ser reduzidos,<sup>4</sup> a pandemia fez com que muitos destes mesmos economistas defendessem que o Estado assumisse o protagonismo absoluto no combate à crise sanitária e suas consequências, e deixassem de reclamar que o gasto público se elevasse substancialmente. Aceitou-se que o gasto público se elevasse tanto no financiamento à saúde pública, para a aquisição e desenvolvimento de equipamentos médicos, remédios, vacinas, e ampliação do sistema hospitalar público, como também para impedir que a pandemia empurrasse a economia brasileira num abismo depressivo. Para tanto, transferiu-se renda à população mais vulnerável, oferecendo ajudas de custo e créditos subsidiados às empresas em dificuldades, e dando suporte financeiro aos bancos ameaçados de insolvência pela deterioração de suas carteiras, carregadas de dívidas de empresas e indivíduos insustentavelmente empobrecidos pela pandemia.

Infelizmente, a refutação da doutrina fiscalista convencional pela realidade pandêmica não produziu uma transformação duradoura no discurso e na prática de gestão macroeconômica, especialmente no Brasil, onde o alarmismo fiscalista retornou com toda força ainda no final de 2020, quando se exigiu o retorno das restrições fiscais mesmo enquanto o governo ainda combatia os efeitos da crise sanitária. Segundo a maioria dos economistas e especialistas com opiniões consideradas relevantes sobre finanças públicas, o governo não podia ou não devia elevar seus gastos antes da pandemia, passou a poder fazê-lo na pandemia, porém deveria voltar ao regime de austeridade fiscal tão logo houvesse si-

nais de recuperação sanitária e econômica. Uma pandemia não inverte o sinal das relações funcionais entre as variáveis econômicas relevantes para o planejamento econômico. Uma elevação das despesas estatais primárias que fosse fiscalmente insustentável antes da pandemia deveria ser muito mais insustentável durante a pandemia, quando a arrecadação de impostos estivesse caindo, e quando a capacidade de oferecer empréstimos ao governo, de famílias e empresas, estivesse reduzida pela queda de suas rendas, bem como dos bancos, fragilizados pelo risco de falência de seus devedores.

Se expansões fiscais fossem inevitavelmente inflacionárias, mesmo quando planejadas com competência para que o limite produtivo da economia não fosse ultrapassado, por que não seriam ainda mais inevitavelmente inflacionárias na pandemia, quando o produto potencial da economia estivesse sendo deprimido e quando sua composição estivesse sendo radicalmente desconfigurada, fazendo aparecer vários novos gargalos de oferta? É como se muitos economistas e gestores públicos abandonassem suas crenças apenas quando as consequências de seus diagnósticos e prescrições fossem insuportavelmente assustadoras, como na *coronacrise*, quando a inação estatal muito provavelmente levaria ao colapso da sociedade brasileira. Porém, nem tanto em outros momentos, como quando as políticas de austeridade fundamentadas pelo falso diagnóstico de crise fiscal permanente produziram desemprego elevado e a estagnação econômica no Brasil a partir de 2014.

Não é possível defender, responsavel-

4 É no mínimo curioso que os gastos com juros nunca tenham sido questionados pelos especialistas que defendem o saneamento fiscal do Estado e o governo nunca tenha cogitado restringir legalmente a sua capacidade de seguir transferindo renda a detentores da dívida pública. Coincidentemente, isso garante que, diferentemente do restante da sociedade, rentistas recebedores de juros do governo nunca tenham seus interesses ameaçados pela austeridade fiscal. Por outro lado, pelo menos esta atitude, infinitamente mais permissiva com os gastos financeiros do que com os gastos estatais primários, elimina o risco de "calote estatal" (como no caso do disfuncional teto sobre a dívida do governo estadunidense), que costuma ser usado como justificativa da austeridade.

mente, que o governo aumente os seus gastos sem limites financeiros e operacionais durante uma pandemia global estagflacionária, sem que se abandone o entendimento convencional sobre finanças públicas e sua relação com o funcionamento de macroeconomias monetárias. É logicamente irreconciliável crer que o governo estivesse ameaçado de esgotar suas fontes de financiamento para reverter a espiral recessiva desempregadora que havia capturado a economia brasileira a partir de 2014,<sup>5</sup> mas tivesse como promover a maior expansão fiscal e monetária de sua história durante a pandemia. Afinal, quaisquer que fossem os desafios econômicos experimentados pela economia brasileira entre 2014 e 2019, tais desafios eram incomparavelmente menos difíceis de enfrentar que uma pandemia global que, ao mesmo tempo, deprimiu violentamente o produto potencial e a demanda efetiva das economias de todo o mundo.

O estrago econômico de uma pandemia mortal capaz de levar ao colapso até mesmo o mais robusto sistema hospitalar do mundo se assemelha mais às consequências de uma grande guerra do que de uma depressão ocasionada pelo encolhimento violento dos gastos privados, como foram a Grande Depressão dos anos 1930, a Grande Recessão deflagrada pelo colapso financeiro de 2008, e a estagnação brasileira desde 2014. Enquanto crises deste tipo podem quase sempre ser superadas (quando não evitadas) por gestões macroeconômicas competentemente contracíclicas (através de alguma combinação de regulação, e ativismo fiscal e monetário), a pandemia produziu um choque estagflacionário muito mais difícil de ser evitado, com efeitos incomparavelmente mais complexos.<sup>6</sup>

Felizmente, o discurso alarmista dos defensores da austeridade fiscal foi expos-

---

5 Mesmo antes da pandemia, a economia brasileira já se encontrava em situação bastante precária, com encolhimento do produto real anual da economia entre 2014 e 2019 (redução acumulada de 2,42% ao longo do período). Não é coincidência que a economia brasileira tenha tido desempenho tão decepcionante desde 2011, quando o governo abraçou com mais convicção a agenda de austeridade fiscal em nome de uma estabilização (desnecessária) da trajetória da sua dívida bruta como fração do produto agregado. Já em 2011, o governo brasileiro promoveu seu primeiro ensaio fiscal recessivo desde 2003, reduzindo suas despesas primárias reais em 2,8% e dando fim à sequência de incrementos generosos nos gastos primários, que cresceram em média 8,5% a.a. entre 2004 e 2010. Combinado ao crescimento espetacular das exportações brasileiras (entre 2003 e 2010 o valor em dólar das exportações cresceu em média quase 20% a.a.), a expansão das despesas primárias reais havia contribuído decisivamente para que o produto real do país tivesse o saudável crescimento acumulado de 36% no período (3,5% a.a.), mesmo lidando em 2008 e 2009 com os efeitos da crise global do *subprime*. Mesmo que as despesas reais primárias do governo tivessem voltado a crescer brevemente entre 2012 e 2015 (média de 5,1% a.a.), impedindo que a economia fosse ainda mais deprimida pelo colapso das exportações a partir de 2012, a preocupação com o endividamento público dominou o debate econômico, virando a principal bandeira do governo federal, que redobrou o compromisso com a austeridade depois do impeachment de 2016. Finalmente, a emenda à Constituição de 2016, que congelou as despesas primárias reais, fez com que o comportamento do gasto público passasse a ter efeito estagnante para a economia brasileira. (Dados do BCB, STN e IBGE)

6 Por um lado, a pandemia desde 2020 deprimiu violentamente a demanda efetiva da economia brasileira, dando combustível explosivo à espiral recessiva destruidora de negócios e empregos que já estava em curso no país desde 2014. Inicialmente, houve a redução do consumo de brasileiros adoecidos, enlutados e/ou prudentemente isolados, combinada à paralisação (sanitariamente indispensável) de várias atividades econômicas não essenciais. Isso levou ao colapso das receitas das empresas e das rendas dos trabalhadores, que se tornaram ainda menos dispostos e capazes de seguirem realizando seus gastos como antes. Ao mesmo tempo, o empobrecimento de empresas e famílias fez com que também os bancos tivessem suas saúdes financeiras ameaçadas pelo risco de falência de seus devedores, e se tornassem cada vez menos dispostos a oferecer novos empréstimos.

Por outro lado, a coronacrise elevou custos produtivos, pela necessária adoção de cuidados sanitários materialmente custosos, pela desestruturação de cadeias produtivas tanto com a paralisação de atividades não essenciais, como pela necessidade de reorganização produtiva para atender às necessidades sanitárias surgidas com a pandemia, e pela inevitável desvalorização cambial, em economias periféricas como a brasileira, de onde os capitais mais líquidos sempre buscam portos mais seguros em momentos de crise.



to como farsa em 16 de março de 2020, quando o governo brasileiro anunciou seu pacote emergencial de combate à coronacrise, com um custo inicialmente estimado em 150 bilhões de reais. Notavelmente, os representantes do poder executivo não se preocuparam com a identificação de novas fontes de financiamento para todos estes gastos adicionais, nem com a criação de novos mecanismos monetários para a sua viabilização. Sabiam que nada disso seria necessário. Em seu apelo ao Congresso Nacional, o presidente da república solicitou apenas que fosse reconhecido o estado de calamidade pública para que se tornassem suspensas todas as restrições legais aos gastos do governo central.

De fato, o decreto legislativo de 18 de março permitiu que o governo gastasse tanto quanto o desejado para enfrentar a coronacrise, não pela criação ou identificação de fontes adicionais de financiamento aos gastos do governo, mas simplesmente pelas “dispensas do atingimento dos resultados fiscais previstos no art. 2º da Lei nº 13.898, de 11 de novembro de 2019, e da limitação de empenho de que trata o art. 9º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000”<sup>7</sup> Em seguida o regime fiscal do “Orçamento de Guerra” instituído

pela Emenda Constitucional nº 106 eliminou de vez qualquer incerteza jurídica que pudesse restar sobre a autorização legislativa para que o governo descumprisse as restrições fiscais vigentes na legislação brasileira, inclusive deixando de precisar condicionar gastos com a pandemia que não recebessem a classificação de investimentos a recebimentos subsequentes de impostos (Regra de Ouro), além de ampliar explicitamente o arsenal de ferramentas disponíveis ao Banco Central do Brasil (Bacen) para influenciar/estabilizar os preços de ativos financeiros – inclusive autorizando que comprasse dívidas públicas e privadas de prazos diversos, com o objetivo de interferir diretamente sobre juros que não apenas a taxa Selic.<sup>8</sup>

Surpreendentemente (pelo menos para os defensores verdadeiramente crentes da austeridade), bastou que estivesse desobrigado de cumprir os limites fiscais impostos pela legislação brasileira, para que o governo fosse mais do que financeiramente capaz de dar sua resposta fiscal à coronacrise, superando espetacularmente o custo originalmente previsto para suas intervenções, de 150 bilhões de reais. Somente em 2020 o governo gastou 524 bilhões de reais em ações direcionadas ao enfrentamento

7 Ou seja, o decreto de estado de calamidade suspendeu a necessidade de cumprimento da meta de resultado primário estabelecida na lei orçamentária de 2019, em acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelecia como limite um déficit primário de 124 bilhões de reais, bem como eliminou a necessidade de contingenciamento de parte dos gastos previstos na lei orçamentária em nome do cumprimento da meta de resultado primário. (Decreto Legislativo nº 6, de 2020, disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/decreto-legislativo-249090982>).

8 Diferentemente do decreto legislativo de calamidade, a emenda ao texto constitucional parecia indicar a origem do financiamento para combater a coronacrise, uma vez que tornou explícita a dispensa da Regra de Ouro (inciso III do caput do artigo 167 da Constituição Federal), permitindo assim a utilização de créditos suplementares extraordinários para os gastos associados ao combate à coronacrise, mesmo que não configurassem despesas de capital, ao mesmo tempo em que removeu o limite imposto pelo congelamento das despesas primárias reais, uma vez que “não se incluem na base de cálculo e nos limites estabelecidos [pela Emenda Constitucional nº 95] créditos extraordinários a que se refere o § 3º do art. 167 da Constituição Federal”. No entanto, não se deve interpretar a utilização de créditos suplementares como a indicação de uma fonte de financiamento, mas tão somente como uma condicionalidade (arbitrária e desnecessária) para que o gasto possa ser realizado. Mesmo sob as regras fiscais correntes, gastos públicos são operacionalmente independentes e normalmente anteriores ao recebimento de impostos ou à venda de títulos de dívidas pela autoridade fiscal. A exigência de indicar “fonte de financiamento” para que um gasto seja autorizado é uma condicionalidade tão necessária quanto exigir que o proponente do gasto plante bananeiras.

da pandemia e seus efeitos, mesmo que quase sempre a contragosto.<sup>9</sup> Deste total, 293 bilhões foram gastos com o gigantesco programa de auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade, que chegou a beneficiar mais de 60 milhões de pessoas diretamente, e mostrou que sempre foi possível e simples eliminar a fome e a pobreza no país. Outros 78 bilhões de reais foram transferidos a governos subnacionais em dificuldades, provando que os regimes de recuperação fiscal impostos pelo governo federal são desnecessários e disfuncionais.<sup>10</sup> Combinada ao colapso da arrecadação, decorrente do empobrecimento generalizado dos contribuintes e da redução das atividades econômicas originadoras de receitas tributárias, a expansão dos gastos do governo em 2020 fez com que o déficit primário nominal chegasse a impressionantes 743 bilhões de reais.<sup>11</sup> Tudo isso sem que governo central enfrentasse qualquer dificuldade para obter o dinheiro com que seguiu fazendo seus pagamentos ou que precisasse de qualquer “ajuda” para se financiar.

**É mais do que razoável, portanto, exigir que os defensores da austeridade fiscal expliquem como foi possível que um governo brasileiro, que estava supostamente esgotado fiscalmente, praticasse o maior déficit primário da sua história,**

**ao mesmo tempo em que caíram tanto a taxa de juros referencial da economia como o custo médio da dívida pública federal.**<sup>12</sup> Na ausência desta explicação, é justo que se trate o fiscalismo e o temor de insolvência fiscal como mitos definitivamente superados pelas evidências, como a crença na *terra plana*, no *universo geocêntrico*, ou na *capacidade curativa da clo-roquina* como tratamento para infecções pelo novo coronavírus.

Como veremos, **a realidade é que o governo brasileiro (bem como qualquer governo capaz de criar, soberanamente, a moeda da sua economia) não se financia através da arrecadação de impostos ou da obtenção de empréstimos junto ao setor privado para realizar pagamentos domésticos. Seus pagamentos sempre são financiados pela criação de moeda (que podemos chamar de *renda de soberania*), que apenas subsequentemente acaba destruída/subtraída pelos impostos ou transformada em dívidas estatais pagadoras de juros**, dando a ilusão, ao final de todo o processo, de que o gasto do Estado foi financiado pela tomada de empréstimos junto ao setor privado ou pela arrecadação de tributos. Significa que sempre é possível expandir os gastos do governo, sem preocupação que isso ameace o equilíbrio orçamentário intertemporal

---

9 Cabe registrar que, mesmo enquanto incrementou os seus gastos substancialmente, o governo brasileiro se manteve contraditoriamente agarrado ao discurso avesso ao gasto público deficitário e à intervenção estatal em geral, sustentando todo o tempo que era preciso cuidar para que a dívida pública não se elevasse “demais” em decorrência do combate à coronacrise. Muito provavelmente, esta postura, desnecessariamente conservadora por parte do governo, impediu que sua ação fiscal contracíclica fosse suficiente para evitar que a economia brasileira encolhesse quase 5% em 2020.

10 O argumento é simples, mas precisa ser desenvolvido para que não restem dúvidas. Governos federais que não enfrentam restrições financeiras para realizarem pagamentos não precisam cobrar dívidas contraídas por governos subnacionais, especialmente quando tais exigências asfixiam as finanças desses governos e ameaçam o financiamento da produção de bens e serviços públicos essenciais para a população, além de deprimir as economias locais.

11 STN, disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19>

12 A meta para a taxa Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e o custo médio de emissão da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) chegaram aos seus mínimos históricos ao final de 2020, respectivamente 2,0% a.a. e 4,4% a.a.

do governo (ou que este equilíbrio seja inevitavelmente restabelecido pelo aumento do nível de preços). Como o governo cria a moeda com que faz todos os seus pagamentos, cria também a moeda com que paga pelos compromissos financeiros representados pelo estoque de sua dívida, sendo sempre capaz de preservar o seu equilíbrio orçamentário intertemporal através da receita gerada pela própria criação da moeda.<sup>13</sup>

Basicamente, **foi graças a este fato que o governo brasileiro pode pagar pelo combate à coronacrise, apenas bastando para isso que deixasse de estar desnecessariamente desautorizado pelas leis fiscais domésticas.** E é graças a este fato, também, que o governo brasileiro poderia e deveria administrar os seus gastos em nome da ampliação eficiente de bens e serviços públicos, da promoção do pleno emprego, do crescimento econômico sustentável e tecnologicamente ambicioso, com atenção apenas aos limites “reais” da economia (dotação doméstica de recursos produtivos e disponibilidade de moedas estrangeiras para obtenção de recursos nacionalmente indisponíveis).

## 2. O Real também é uma Dívida do Estado Brasileiro

Existe um fato semanticamente inquestionável, de cuja compreensão depende qualquer análise competente de nossas economias monetárias. As moedas que

utilizamos como os meios de pagamentos finais de mais ampla aceitação nas nossas economias são *títulos de dívidas estatais* (ou supraestatais, como no caso da Eurozona).<sup>14</sup> No Brasil, isto significa dizer que o real é uma dívida pública, muito mais parecida do que as pessoas imaginam com os títulos de dívidas do Tesouro Nacional. Significa também que o único agente econômico verdadeiramente capaz de realizar pagamentos através da entrega de reais, sem limites operacionais inevitáveis, é o Estado brasileiro. Todos os demais participantes da economia (inclusive os bancos comerciais criadores de moedas bancárias) precisam obter e incorporar o *real estatal* às suas carteiras de ativos para realizarem pagamentos, ou para garantirem a conversibilidade de seus passivos denominados e conversíveis na moeda exclusivamente emitida pelo Estado (como os depósitos criados por bancos comerciais).

A compreensão plena deste fato deveria ser mais do que suficiente para permitir o abandono da crença de que governos centrais precisam (ou pelo menos devem) obter o dinheiro com que realizam seus pagamentos através da cobrança de impostos ou da venda de aplicações financeiras rentáveis aos agentes privados. **Se não há risco de insolvência estatal enquanto as obrigações do Estado estiverem denominadas na moeda doméstica que ele mesmo cria, não há necessidade de imposição de regramentos fiscais com o**

13 Normalmente, a renda obtida pelo governo graças à criação de moeda é inadequadamente identificada como uma renda de senhoriação. No entanto, o conceito de *senhoriação* se refere à criação materialmente custosa de instrumentos de pagamentos supostamente valiosos pela sua composição material, como no caso da cunhagem de moedas de ouro. Não é o caso de *moedas cartais*, capazes de gerar poder de compra para o Estado sem custo material, enquanto forem aceitas pela população. Portanto, é a aceitação da *moeda cartal* pela população, em troca de bens e serviços, que garante a renda real obtida pelo Estado com a criação de moeda. Esta aceitação, por sua vez, é consequência do poder soberano do Estado de impor obrigações monetárias, unilateralmente (na forma de tributos), sobre a população e estabelecer leis que tornam a obtenção da moeda uma necessidade de sobrevivência para a população (curso forçado). Por este motivo, é mais correto se referir à renda obtida pelo Estado, através da criação de moeda, como uma renda derivada da soberania do Estado (Wray, 2002).

14 O entendimento da moeda como um *crédito estatal*, elemento indispensável ao entendimento de economias capitalistas, foi defendido por economistas como Innes (1914), Knapp (1917), Keynes (1930), Wray (1998) e, no Brasil, por Dalto et al. (2020).

**objetivo específico de combater o crescimento supostamente insustentável do estoque de dívidas estatais. Isto não significa que não haja *limites funcionais* para o tamanho dos gastos estatais e que o desrespeito a tais limites não possa produzir desequilíbrios econômicos indesejáveis. Mas significa, simplesmente, que não há risco de esgotamento inevitável da capacidade estatal de seguir realizando seus pagamentos na moeda que somente o próprio Estado cria.** Logo, resultados fiscais deficitários podem ser economicamente imprudentes por motivos outros, mas nunca por ameaçarem o equilíbrio orçamentário intertemporal do Estado.

Naturalmente, a restrição orçamentária intertemporal impõe um limite insuperável aos gastos de todos os usuários da moeda de uma economia. Mesmo quando podem tomar empréstimos para realizarem pagamentos em um dado período, como as suas dívidas são pagáveis através da entrega de quantidades de moeda (estatal ou bancária) que eles não são capazes de criar, as suas capacidades de realizarem déficits financiados pela venda de suas dívidas em um dado período estarão necessariamente condicionadas às suas capacidades de realizarem superávits em períodos subsequentes – ou, mais precisamente, condicionadas às suas expectativas e principalmente de seus credores sobre suas capacidades de fazerem superávits no futuro. Deste modo, a capacidade de realizar pagamentos dos usuários de moeda será sempre, intertemporalmente, dependente dos seus recebimentos de moeda.

Empresas, famílias, bancos de investimentos, e até governos subnacionais são usuários de moeda e, portanto, enfrentam o mesmo tipo de restrição orçamentária intertemporal descrita acima. Muito sim-

plesmente, usuários de moeda realizam pagamentos através da entrega de um item esgotável de suas carteiras de ativos, necessariamente obtido através da venda de um serviço ou bem recém-produzido, de um título de propriedade, de alguma doação em dinheiro, ou da venda de uma dívida (isto é, de um compromisso confiável de entregar moeda no futuro). Porém, para que sejam capazes de obter moeda através da venda de mercadorias, do recebimento de doações, ou da venda de dívidas, é necessário que os usuários de moeda encontrem agentes possuidores ou criadores de moeda dispostos a lhes oferecerem moeda em troca do que desejam ou buscam vender. Naturalmente, embora usuários de moeda possam satisfazer as demandas por moeda uns dos outros, através da transferência de estoques monetários que já existem em suas carteiras, para que o grupo de usuários de moeda de uma economia seja capaz de obter moeda, é necessário que recorram aos agentes criadores de moeda.

O erro dos defensores da austeridade costuma ser imaginar que também os Estados sejam usuários da moeda da economia. Não são. Como Abba Lerner afirmou, moedas são “criaturas do Estado”.<sup>15</sup> Enquanto as dívidas de usuários de moeda representam transferências monetárias apenas adiadas e exigem, portanto, que o usuário de moeda endividado obtenha moeda suficiente no futuro para finalizar a transação com que se comprometeu através da venda da sua dívida, este não é o caso para os Estados criadores de moeda. A moeda é, ao mesmo tempo, uma representação de endividamento do seu emissor estatal e o pagamento final de si mesma. Imagine o leitor que pudesse realizar pagamentos finais através da entrega de cheques seus, os quais tivesse certeza que jamais seriam

---

15 LERNER, 1947. Money as a Creature of the State. The American Economic Review, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1947), pp. 312-317

descontados. Pois é este o privilégio gozado pelo criador da moeda de uma economia. Sua dívida nasce paga, pois é justamente através da sua entrega que todas as dívidas da economia são pagas.

Um primeiro detalhe relevante sobre este ponto é que o endividamento estatal, que inevitavelmente acompanha a criação da moeda estatal, decorre da maneira arbitrária com que escolhemos contabilizar a moeda cartal. Decerto, o registro alternativo de moedas estatais como ativos produzidos pelo Estado é muito mais raro, hoje em dia, e decorre da infeliz confusão de economistas e contadores sobre a origem do valor/aceitação das moedas estatais, que nestes casos eram presumidas materialmente valiosas em virtude da composição metálica dos documentos em que se emitiram algumas representações das obrigações estatais usadas como moeda no passado. Porém, é provável que esta maneira de contabilização da moeda seja pedagogicamente mais eficaz para o entendimento das finanças públicas do que o seu registro como um passivo do Estado. Afinal, **hoje a aversão ao endividamento estatal decorre não apenas da incapacidade do analista médio de reconhecer que o endividamento estatal é um en-**

**riquecimento dos agentes privados da economia, mas também da percepção confusa de que o gasto público deficitário representa uma “perda” ou “empobrecimento” para o Estado, que precisa ser compensado de alguma forma no futuro, normalmente através da cobrança de impostos.**

Se registrássemos moedas estatais como *ativos imateriais*<sup>16</sup> produzidos funcionalmente, a partir de critérios otimizadores do funcionamento da economia, pelo Estado, o público enxergaria muito mais claramente que *a criação de moeda é um evento enriquecedor do Estado e da economia como um todo*. Gastos deficitários do Estado seriam “financiados” não pelo endividamento estatal, mas pela entrega da riqueza obtida pelo Estado através da “produção” da moeda. Ainda que as principais aplicações rentáveis desta moeda continuassem sendo oferecidas pelo Estado na forma de passivos pagadores de juros, o endividamento público subsequente à criação de moeda poderia ser, sempre, mais do que compensado pela renda originalmente obtida através da criação da moeda.<sup>17</sup>

Naturalmente, o registro da moeda estatal como um *ativo imaterial*<sup>18</sup> representaria uma mudança puramente taxonômi-

16 Note-se que a produção de ativos materialmente escassos para uso como moeda (como pedaços de metais preciosos) condicionaria disfuncionalmente a capacidade do Estado de criar moeda e fazer pagamentos à sua capacidade de produzir o item utilizado como moeda.

17 Como vimos, a criação de *moeda como um ativo imaterial* adicionaria ao patrimônio líquido do Estado. Quando o recebedor da moeda a utilizasse para adquirir uma dívida estatal remunerada, o Estado receberia de volta uma quantidade da própria moeda nominalmente equivalente ao valor presente da própria dívida. Ainda que a dívida remunerada exigisse do Estado o pagamento de juros ao seu credor, como o pagamento de juros poderia ser realizado através da criação de mais moeda, o Estado sempre poderia evitar que o pagamento de juros produzisse um impacto negativo sobre o seu balanço patrimonial, evitando, assim, que mesmo o endividamento subsequente à criação da moeda fosse percebido como empobrecedor do Estado. Um detalhe inconveniente é que mesmo assim a dívida bruta do Estado (estoque de dívidas públicas pagadoras de juros) aumentaria, deteriorando indicadores fiscais disfuncionalmente baseados apenas num dos itens do balanço patrimonial estatal.

18 É importante desfazer qualquer noção confusa de que as chamadas *criptomoedas* sejam exemplos de ativos imateriais que funcionam como moedas. Criptomoedas são moedas tanto quanto quaisquer outros conteúdos digitais negociados online: jogos de videogame, livros digitais, filmes, fotos, etc. São mercadorias digitais que podem ser compradas e vendidas como qualquer outra mercadoria. Infelizmente, como o público está acostumado com a existência de moedas estatais valiosas, aparentemente desprovidas de materialidades que expliquem seus valores, acabam convencidos de que também as criptomoedas sejam valiosas pelo simples fato de serem imprecisamente chamadas de “moedas”. No entanto, o valor de moedas estatais possui materialidade, uma

ca. Verdadeiramente, não existe diferença economicamente relevante entre o endividamento de um agente que registra a moeda como um item de seu passivo, e o enriquecimento de um agente que registra a moeda como um ativo imaterial que ele produz. Em ambos os casos, a renda real (poder de compra) gerada pela criação de moeda é a mesma, seja o criador da moeda emissor ou produtor dos meios de pagamentos. Em ambos os casos, os balanços patrimoniais não governamentais são igualmente incrementados pelo recebimento da moeda estatal. Em ambos os casos, o valor da moeda é igualmente derivado da soberania estatal (tributos). Mesmo que passasse a ser registrada como um

ativo imaterial, a moeda estatal seguiria representando o compromisso do Estado de que será sempre aceita como pagamento final por qualquer coisa cujo preço seja denominado na moeda de conta doméstica, inclusive pagamentos de impostos devidos ao Estado. A única diferença relevante entre os dois formatos é que o registro da moeda como um ativo imaterial talvez contribuísse para remover do imaginário coletivo a aversão ao gasto público deficitário, pois o que hoje nasce no balanço patrimonial do Estado como dívida pública passaria a nascer apenas como um item de riqueza criado pelo Estado e transferido ao setor privado.<sup>19</sup>

---

vez que é derivado das consequências materialmente custosas de não se obter o instrumento exigido para liquidar dívidas tributárias com o Estado. Já as criptomoedas são completamente desprovidas de qualquer valor de uso que fundamente os seus valores de troca. Ainda que a tecnologia criptográfica e de registro descentralizado das informações associadas às criptomoedas (*blockchain*) seja promissora e, portanto, materialmente valiosa, compradores de criptomoedas não adquirem direitos para usarem ou negociarem estas tecnologias. Mesmo os bulbos de tulipas holandesas do século XVII possuíam valor de uso cerimonial como ornamentos de luxo, sobre o qual se formou a espiral especulativa capaz de explicar a inflação espetacular de seus preços até o colapso da bolha. No caso das criptomoedas existe apenas a expectativa de conversão destes ativos em moedas estatais ou em bens à venda pela moeda estatal. A criptomoeda em si não tem serventia para ninguém. Embora a expectativa de venda das criptomoedas seja individualmente confirmável, é coletivamente insustentável, já que todos os especuladores em criptomoedas não teriam como vender seus criptoativos por um preço superior a zero, caso buscassem confirmar suas expectativas ao mesmo tempo.

19 Um exemplo da conveniência semântica do tratamento da moeda como um ativo imaterial ao invés de um passivo estatal é a solução, muito simples, totalmente viável legal e operacionalmente, disponível ao governo central estadunidense para lidar com o terrorismo fiscal de congressistas de oposição, quase sempre que o teto legislativo para o estoque de dívidas do Tesouro chega perto de ser atingido. Como o teto legal se impõe sobre todo o estoque de dívidas do Tesouro espalhadas em carteiras alheias, inclusive do Fed estadunidense, torna-se inevitável que o Tesouro incremente o estoque de suas dívidas, sujeito ao limite legal, ao repor o saldo de seus haveres contra o Fed, quando reduzidos por gastos deficitários.

A impossibilidade de exceder o teto legal torna desnecessariamente possível, como de fato foi verificado algumas vezes, que o Tesouro não consiga seguir fazendo seus pagamentos, embora autorizados pela lei orçamentária, inclusive de juros a seus credores, a partir do ponto em que se esgotam suas reservas. No entanto, uma idiosincrasia contábil poderia ser facilmente utilizada para neutralizar o impedimento ao gasto imposto pelo teto sobre a dívida do governo, mesmo que os congressistas se recusassem eternamente a autorizar qualquer revisão do seu valor. Ocorre que nos EUA os dólares documentalizados na forma de moedas metálicas são registrados como ativos produzidos pela Casa da Moeda, que por sua vez é propriedade do Tesouro estadunidense. Este fato torna a cunhagem de moedas metálicas uma operação criadora de receita para o Tesouro, que as vende aos bancos centrais regionais (membros do sistema Fed) responsáveis pela sua distribuição ao público em troca de créditos em sua conta no Fed. Embora esta renda de senhoriagem seja hoje inconsequente para as finanças públicas estadunidenses, nada impede que o Tesouro ordene a cunhagem de uma moeda especial de denominação excepcionalmente elevada (por exemplo, um trilhão de dólares) e a troque junto ao Fed para o resgate de títulos sujeitos ao limite legal.

Infelizmente, tal artifício não teria impacto para desfazer a suposta deterioração fiscal do Estado brasileiro, pelo menos enquanto disfuncionalmente representada pela dívida bruta do governo geral, uma vez que alguma fração de qualquer quantidade de moeda adicionada a carteiras privadas sempre acabaria aplicada em dívidas governamentais rentáveis. Neste caso, somente a destruição ou remoção da porção líquida em reais da riqueza

Um segundo ponto importante é que, normalmente, há pelo menos duas moedas capazes de realizar pagamentos finais em quase todos os mercados de uma economia monetária. Como mencionado acima, bancos comerciais também criam moedas como itens de seus passivos. No entanto, as moedas bancárias (saldos perfeitamente líquidos e facilmente transferíveis entre contas de titularidades diferentes) são hierarquicamente inferiores<sup>20</sup> às moedas estatais e derivam o seu valor/aceitação inteiramente das suas conversibilidades rápidas e sem custo na moeda estatal. Quando não há garantia de suas conversibilidades plenas na moeda estatal, as moedas bancárias podem perder a sua aceitação como substitutas perfeitas (igualmente líquidas) da moeda estatal, motivando episódios de corridas bancárias. É o Estado, portanto, através de sua autoridade monetária criadora da moeda estatal, quem garante que os bancos comerciais existam como criadores operacionalmente irrestritos de moedas bancárias, evitando que estejam ameaçados de descumprir o compromisso de conversibilidade de suas moedas bancárias na moeda estatal, graças ao seu papel de prestador de última instância aos bancos,

através das operações de redesconto e demais operações provedoras de liquidez ao sistema bancário.<sup>21</sup>

O que torna a moeda estatal tão especial numa economia monetária é a sua condição de único instrumento financeiro que possui correspondência perfeita e inquestionável à unidade de preços adotada em toda a economia (o que garante a sua liquidez perfeita).<sup>22</sup> Como cabe ao Estado soberano estabelecer e nomear a moeda de conta na qual são definidos todos os preços da economia, é natural que seja inquestionável o valor de certificados de suas dívidas que sejam exigíveis instantaneamente e denominadas na moeda de conta oficial. Assim, as cédulas de papel moeda que costumamos carregar em nossos bolsos e carteiras são documentos que certificam o reconhecimento de uma dívida do Estado para com o portador de cada cédula no valor escrito nela. Um crédito perfeitamente líquido de 100 reais contra o Banco Central do Brasil, de fato tem o valor de 100 reais. Já um crédito de 100 reais contra um usuário de moeda (ou contra um banco criador de moedas bancárias), poderá valer 100 reais ou menos, dependendo da facilidade com que seja convertido em moeda estatal com o valor de 100 reais.

---

financeira do setor privado (impostos ou privatizações de ativos inconversíveis como empresas públicas e reservas internacionais) seria capaz de reduzir a dívida bruta do governo.

20 BELL, Stephanie. The hierarchy of money. Working paper n. 231. The Jerome Levy Economics Institute, 1998.

21 Mesmo assim, embora as moedas bancárias sejam aceitas como meios de pagamentos finais para a maioria dos usuários de moeda, em uma economia há situações em que apenas a moeda estatal pode ser utilizada. É o caso de pagamentos realizados entre dois bancos comerciais. Por exemplo, quando o cliente de um determinado banco solicita ao seu banco que realize um pagamento a um cliente de outro banco, embora o cliente pagador julgue estar utilizando seu saldo bancário para realizar o seu pagamento, uma vez que este saldo de fato será reduzido, na verdade ele está solicitando ao seu banco que converta o seu saldo de moeda bancária em moeda estatal para que em seguida transfira a moeda estatal ao banco em que o recebedor do pagamento possui sua conta. O mesmo ocorre no caso de pagamentos ao Estado, realizados através da transferência de quantidades de moeda estatal dos bancos comerciais para a autoridade fiscal estatal. A situação é completamente diferente quando dois clientes de um mesmo banco transferem valores um para o outro, pois neste caso cabe ao banco, simplesmente, reduzir o saldo de um cliente e aumentar o do outro, sem que precise reduzir seus estoques de moeda estatal.

22 A centralidade da moeda de conta, de uso generalizado para o estabelecimento da moeda estatal como meio de pagamentos mais amplamente aceito em uma economia monetária, foi percebida por Keynes em seu Tratado da Moeda (1930).

Finalmente, é preciso lidar aqui com uma das principais fontes de confusão para o entendimento das finanças públicas e do funcionamento de macroeconomias monetárias. Embora a moeda estatal seja de fato uma dívida de maturidade instantânea (perfeitamente líquida) do Estado, normalmente os Estados criadores de moeda estão separados em duas autoridades econômicas patrimonialmente distintas. A autoridade fiscal (no Brasil, o Tesouro Nacional ou TN) é responsável pelos gastos públicos com bens e serviços, transferências unilaterais, e recebimentos de impostos. Quem cria a moeda estatal como um item do seu passivo é a autoridade monetária (o Banco Central do Brasil ou BCB), que fica também responsável pela regulação do sistema financeiro, e utiliza o seu poder de criação de moeda e de outras aplicações imperfeitamente líquidas para influenciar preços financeiros estrategicamente importantes para a economia (como a taxa básica de juros), normalmente supondo que suas intervenções sobre estes preços terão efeitos desejáveis sobre o nível de preços da economia em geral.

Infelizmente, a separação patrimonial das autoridades econômicas acaba criando a ilusão de que o Estado realmente enfrenta um limite financeiro sobre sua capacidade de realizar gastos em bens e serviços, e transferências unilaterais, uma vez que tais pagamentos são feitos pela autoridade fiscal, para quem os pagamentos representam a redução de um estoque supostamente esgotável de créditos contra a autoridade monetária. Por outro lado, este mesmo arranjo patrimonial torna muito mais natural para o público que a autoridade monetária realize pagamentos sem limites em suas intervenções estabilizadoras do sistema monetário e financeiro, pela simples adição de valores a um item de seu passivo. De fato, a capacidade de qualquer autoridade fiscal de realizar pagamentos sem dificuldades, ou limites operacionais,

depende da existência de mecanismos que transfiram para ela o mesmo poder irrestrito de criar moeda que possui a autoridade monetária. Nem sempre tais mecanismos existem. Por exemplo, a crise das dívidas soberanas dos países membros da zona do euro em 2010 foi consequência da inexistência de tais mecanismos que garantissem o reabastecimento das contas de cada tesouro nacional sem que a oferta de novas dívidas públicas pressionasse o custo dessas dívidas, inviabilizando a recorrência de déficits fiscais e, eventualmente, da própria rolagem das dívidas soberanas dos países mais endividados.

Como veremos, os mecanismos necessários para que o Tesouro Nacional brasileiro realize déficits fiscais persistentes e de quaisquer tamanhos, sem risco de descontrole do custo de suas dívidas denominadas em reais, já existem no Brasil graças ao regime de política monetária adotado pelo Banco Central. Ainda que possam ser aprimorados, tais mecanismos funcionam muitíssimo bem no país. De fato, funcionam tão bem que o governo brasileiro foi capaz de praticar o impressionante resultado fiscal de 2020 (um déficit primário de mais de 700 bilhões de reais), sem dificuldades operacionais, e sem que sequer fosse necessário alterar detalhes do sistema de gestão fiscal e monetária vigente no Brasil.

### **3. Como o Estado Brasileiro gastou tanto em 2020?**

O entendimento convencional sobre o financiamento do Estado se baseia numa leitura muito equivocada da identidade que relaciona os gastos do governo com os impostos, a variação do estoque de dívidas públicas pagadoras de juros, e a variação na base monetária da economia.

A equação (1) abaixo representaria a suposta restrição orçamentária do governo ao longo de um único período:

$$G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D$$



Onde  $G$  representa as despesas primárias do governo,  $i$  representa a taxa de juros,  $D$  representa o estoque de dívidas públicas pagadoras de juros,  $T$  representa os impostos recebidos no período, e  $M0$  representa a base monetária.

A interpretação convencional desta equação diz que o financiamento dos pagamentos realizados pelo Tesouro Nacional num dado período ( $G + iD$ ) vem de alguma combinação entre a cobrança de impostos ( $T$ ), empréstimos tomados junto ao setor privado ( $\Delta D$ ), ou criação de moeda ( $\Delta M0$ ). Foi a partir desta interpretação da equação (1) que especialistas brasileiros influentes<sup>23</sup> propuseram que o governo brasileiro recorresse extraordinariamente à emissão monetária (ou “monetização” dos déficits estatais) para financiar os gastos deficitários exigidos pelo combate à pandemia em 2020. Afinal, não seria possível arrecadar mais impostos, uma vez que empresas e famílias estavam empobrecidas pelos efeitos da pandemia, e tampouco seria possível recorrer a empréstimos junto ao setor privado, uma vez que até mesmo as quase sempre prósperas instituições financeiras atuantes no país estavam desesperadamente fragilizadas pelo empobrecimento generalizado da sociedade brasileira. Para a surpresa destes economistas, o governo brasileiro não precisou fazer nada diferente do normal para que conseguisse realizar os gastos necessários ao combate da pandemia e seus efeitos. A única diferença em

2020 foram os tamanhos dos gastos, muito maiores do que em anos anteriores, e dos impostos, relativamente muito menores do que em anos anteriores.

A sugestão de tantos economistas de que a emissão monetária fosse um recurso extraordinário para o financiamento do governo brasileiro em 2020 foi muito sintomática da leitura equivocada dada à equação (1). Esta equação não representa a origem do financiamento dos gastos do Tesouro, mas o impacto *ex post* na composição dos balanços patrimoniais privados que resultam dos gastos e recebimentos de impostos realizados pelo Tesouro, e das reconfigurações de carteiras de ativos pelos agentes privados. Quando acompanhamos cada etapa do processo fiscal e monetário, desde o gasto do governo, passando pela reconfiguração dos portfólios privados incrementados pelo gasto estatal, até o reabastecimento da conta do Tesouro, percebemos que não existe alternativa para o financiamento do gasto do governo brasileiro que não a criação de moeda. Ou seja, o governo não precisava recorrer à emissão monetária extraordinariamente em 2020 porque ele sempre fez todos os seus pagamentos através da criação de moeda!

Por exemplo, imaginemos um único pagamento hipotético de 1000 reais do Tesouro ao receptor de um auxílio emergencial durante a pandemia.

23 Foi o caso até mesmo do ex-presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles, como consta em matéria da BBC Brasil de 8 de abril de 2020, disponível em <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-52212033>.

**Figura 1: O governo brasileiro paga 1000 reais a alguém**

Tesouro		Bacen	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Conta Única –1000	Títulos de Curto Prazo	Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP +1000
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo	Títulos públicos	Não Monetário: Conta única do Tesouro –1000
		Empréstimos aos bancos	

Bancos		Você e eu	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas +1000	Depósitos +1000	Depósitos +1000	Empréstimos dos bancos
Títulos públicos		PMPP	
Empréstimos aos clientes			

\*Elaboração dos autores.

Note que no momento em que é realizado, todo gasto do TN é financiado<sup>24</sup> pela redução do saldo disponível na sua conta única (Conta Única do Tesouro, ou CUT), registrada como um crédito contra o BCB, independentemente da indicação da fonte de financiamento listada quando da elaboração do orçamento público. No entanto, como o saldo da CUT não compõe qualquer das nossas definições de agregados monetários, dizemos que cada pagamento pelo TN é realizado através da emissão monetária, pois aumenta a base monetária (M0) e o estoque de moeda (M1) da economia.<sup>25</sup> No caso em tela, temos um aumento de 1000 reais em M0, através da transferên-

cia de créditos contra o BCB da CUT para as reservas de um banco comercial, e um aumento igual em M1, uma vez que o banco comercial intermediário do pagamento incrementa o saldo bancário do receptor do auxílio em 1000 reais. Ou seja, embora o gasto pelo TN seja realizado através do débito na CUT, ele representa a criação de base monetária e de moeda. Por este motivo, o saldo disponível na CUT deve ser compreendido não como um estoque de moeda disponível ao governo para fazer pagamentos, mas sim como créditos do TN contra o BCB que lhe dão capacidade de criar base monetária e moeda para realizar seus pagamentos.<sup>26</sup>

24 Financiamento se refere simplesmente à origem (De onde vêm?) dos meios utilizados para a realização de um pagamento.

25 Chamamos de base monetária a soma de todos os créditos perfeitamente líquidos contra a autoridade monetária da economia, existentes em carteiras privadas, como o papel moeda em poder do público e as reservas bancárias. Já o estoque de moeda se refere ao estoque de instrumentos financeiros perfeitamente líquidos disponíveis para pagamentos finais nos mercados de bens e serviços, como o papel moeda em poder do público e os depósitos bancários conversíveis sob demanda na moeda estatal e transferíveis sem custos entre titulares diferentes.

26 Em nome do realismo, representamos o pagamento pelo Tesouro sendo intermediado por um banco comercial. Neste caso, a criação de base monetária (aumento das reservas bancárias) ocorre separadamente da criação de moeda (aumento de um saldo bancário), com consequências distributivas relevantes, pois oferece aos bancos comerciais a oportunidade de capturarem para si sem custos a maior parte da renda de juros criada pelos gastos deficitários. Alternativamente, poderíamos imaginar que o governo enviasse pelo correio um envelope com papel moeda ao receptor do benefício, ou que utilizasse uma versão digital do papel moeda para efetuar seu pagamento. A realização do pagamento ao público diretamente em créditos contra o BCB, ao invés de créditos contra um banco comercial conversíveis em créditos contra o BCB, faria com que a expansão de M0 e M1 ocorresse na forma do mesmo aumento no estoque de papel moeda em poder do público (PMPP). Como a

Cabe apontar que a equação (1), logo em seguida ao pagamento pelo governo, mostraria o gasto governamental de 1000 reais acompanhado inteiramente de uma variação de 1000 reais na base monetária, muito embora o “financiamento” do gasto públi-

co viesse do débito da CUT, deixando claro que a equação (1) não representa as operações que abastecem a CUT de créditos com que o TN realiza pagamentos, mas as variações em carteiras privadas que acompanham e sucedem os gastos estatais.

**Figura 2: O BCB enxuga o excesso de liquidez criado pelo pagamento estatal**

Tesouro		Bacen	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Conta Única <u>-1000</u>	Títulos de Curto Prazo	Ativos externos	Monetário:
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo	Títulos públicos -800	Reservas e PMPP <u>+1000</u> -800
		Empréstimos aos bancos	Não Monetário:
			Conta única do Tesouro <u>-1000</u>

Bancos		Você e eu	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas <u>+1000</u> -800	Depósitos <u>+1000</u>	Depósitos <u>+1000</u>	Empréstimos
Títulos públicos +800		PMPP	
Empréstimos			

\*Elaboração dos autores.

A criação de base monetária pelo pagamento estatal descrito acima ocasionaria um desequilíbrio no mercado de reservas bancárias e aplicações rentáveis disponíveis para compra em troca de reservas bancárias. Bancos comerciais são gestores financeiros competentes e não deixam de aproveitar quaisquer oportunidades de obterem rendimentos, especialmente quando tais rendimentos são garantidos pelo BCB criador da moeda estatal. Assumindo-se, para facilitar a exposição, que os bancos sejam legalmente e/ou operacionalmente

obrigados a reter exatamente 20% do valor de seus depósitos bancários líquidos na forma de reservas bancárias (presumivelmente para que consigam dar conta da fração dos depósitos devidos que darão origem a saques e pagamentos a bancos rivais por seus titulares), um aumento de 1000 reais no total de depósitos bancários exigiria que o banco aumentasse as suas reservas em apenas 200 reais.

Como o banco comercial possuiria, portanto, um excesso de reservas de 800 reais em sua carteira, ele imediatamente pas-

---

demandar por dívidas públicas pagadoras de juros por bancos detentores de reservas bancárias excedentes tende a ser maior do que a demanda do público detentor de papel moeda (que, obviamente, não tem como utilizar o dinheiro de papel para adquirir títulos públicos negociados através de plataformas eletrônicas), a renda de juros e o custo distributivo (aumento das desigualdades de renda e riqueza) inicialmente criados por um pagamento através da expansão do PMPP tenderia a ser menor do que o custo distributivo de pagamentos intermediados por bancos. O mesmo ocorreria se as moedas bancárias recebidas pelos recebedores dos benefícios emergenciais fossem convertidas em PMPP através de saques. No entanto, como a moeda criada pelo gasto público raramente acaba entesourada pelos recebedores desses pagamentos, especialmente no caso de transferências que objetivam complementar rendas insuficientes, eventualmente a moeda adicionada pelo gasto estatal acabaria retida por agentes que costumam preferir a moeda na sua forma digital bancária, muito mais conveniente para realizar pagamentos em economias modernas, devolvendo aos bancos as reservas excedentes com que poderiam comprar títulos públicos.

saria a buscar aplicações rentáveis para o seu excesso de liquidez. Normalmente as aplicações mais seguras e líquidas para as reservas excedentes de um banco são os empréstimos interbancários e os títulos de dívidas públicas negociados no mercado secundário (isto é, já existentes em carteiras privadas ou ofertados pelo BCB).<sup>27</sup> No entanto, se imaginarmos que todos os mercados de aplicações financeiras disponíveis para as reservas excedentes estivessem em equilíbrio até o momento do pagamento estatal, a oferta de 200 reais em reservas bancárias excedentes nos mercados de aplicações rentáveis teria um efeito inflacionário sobre os preços de todas as aplicações, exceto uma. Isto é, a busca do banco por aplicações para suas reservas tenderia a fazer com que os juros oferecidos nestas aplicações caíssem. A única aplicação cujo preço não aumentaria (cuja taxa de juros não cairia) por maior que fosse a demanda adicional gerada por reservas excedentes nas carteiras dos bancos seriam as aplicações pagadoras da taxa básica de juros, graças à sua oferta infinitamente juro elástica pelo BCB. Ainda sob a hipótese de equilíbrio dos mercados de aplicações e, portanto, de indiferença para os bancos com relação às diferentes aplicações disponíveis, o banco optaria racionalmente pela aplicação integral das suas reservas excedentes na alternativa ofereci-

da pelo BCB.

A oferta infinitamente juro elástica de aplicações de curto prazo pelo BCB decorre do modelo de política monetária adotado no Brasil. Sob o regime de metas de inflação, o BCB se compromete a manter a taxa básica de juros sempre (muito perto da) meta definida pelo seu Comitê de Política Monetária (Copom). A taxa de juros escolhida para referenciar a economia brasileira é a taxa Selic, que remunera as chamadas *operações compromissadas*<sup>28</sup> de um dia lastreadas com títulos negociados e custodiados no sistema Selic. No exemplo em questão, realisticamente, o BCB venderia um título de dívida do TN com o compromisso de recompra-lo no dia seguinte por um preço ligeiramente maior, sendo a diferença entre os dois preços a remuneração diária correspondente à taxa Selic. Ao satisfazer plenamente a demanda do banco por uma aplicação rentável para suas reservas excedentes, o BCB evitaria que a Selic fosse pressionada negativamente.

Em nome da simplicidade, imaginaremos que o BCB simplesmente faça o enxugamento das reservas excedentes criadas pelo gasto estatal oferecendo títulos de curto prazo do TN remunerados pela taxa Selic (um título Tesouro Selic, ou LFT) sem se comprometer necessariamente com a sua recompra em uma data futura especí-

---

27 Obviamente, a colocação primária de títulos rentáveis pelo TN também ofereceria oportunidades de aplicações para bancos possuidores de reservas excedentes. No entanto, tais leilões são mais esporádicos e não tem por objetivo evitar que reservas em excesso empurrem os juros para baixo. Assim, apenas por coincidência a compra de títulos públicos em leilões primários representaria uma aplicação alternativa para reservas em excesso nas carteiras de bancos.

28 Com a aprovação legal da oferta de depósitos voluntários remunerados pelo BCB (Lei 14185 de 2021), a autoridade monetária brasileira passou a ser capaz de oferecer duas aplicações pagadoras de juros que ela administra com extrema precisão. No entanto, embora os depósitos voluntários remunerados sejam muito mais eficazes para o enxugamento de liquidez descrito neste texto, como (1) a taxa referencial perseguida pelo BCB sob o regime de metas de inflação continua sendo a Selic paga em operações compromissadas de um dia, como (2) as operações compromissadas são estruturadas como contratos de venda e recompra de dívidas do Tesouro Nacional, como (3) estas operações compromissadas são substitutas muito próximas das dívidas de curto prazo do Tesouro remuneradas pela taxa Selic, os mecanismos descritos neste texto, embora mais simples que no mundo real, ainda refletem razoavelmente bem a relação simbiótica entre a política fiscal e a política monetária. Ver Conceição e Deccache (2021) para uma análise mais detalhada sobre o nexo entre a política fiscal e a política monetária no Brasil.

fica. De maneira análoga ao arranjo descrito acima, uma oferta infinitamente juro elástica de LFTs pelo BCB para satisfazer a demanda dos bancos por aplicações rentáveis para suas reservas excedentes evitaria o aparecimento de ágio no preço destas aplicações negociadas no mercado secundário. Na prática, o uso de operações convencionais de mercado aberto ou de operações compromissadas para a administração da taxa Selic são equivalentes.<sup>29</sup>

Assim, em nosso exemplo, o enxugamento da liquidez excedente criada pelo gasto

do TN se daria pela venda de títulos públicos de curto prazo pelo BCB ao banco comercial no valor de 800 reais.<sup>30</sup> Na equação (1) veríamos o mesmo gasto do TN de 1000 reais agora acompanhado da expansão de M0 no valor de 200 reais e pelo aumento no estoque de dívidas do TN em carteiras privadas no valor de 800 reais. A esta altura, no entanto, o leitor já é capaz de perceber que este resultado não representa uma relação de financiamento ao TN, até porque o saldo da CUT continuaria desabastecido em 1000 reais.

**Figura 3: O Tesouro Nacional reabastece o saldo da sua Conta Única através da venda de títulos públicos**

Tesouro		Bacen	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Conta Única $-1000 +1000$	Títulos de Curto Prazo $+1000$	Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP $+1000 -800 +1000 -1000$
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo	Títulos públicos $-800 +1000$	Não Monetário: Conta única do Tesouro $-1000 +1000$
		Empréstimos aos bancos	

Bancos		Você e eu	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas $+1000 -800 +1000 -1000$	Depósitos $+1000$	Depósitos $+1000$	Empréstimos
Títulos públicos $+800 -1000 +1000$			
Empréstimos			

\*Elaboração dos autores.

Existem duas formas disponíveis para que o TN reabasteça o saldo da sua conta única com créditos contra o BCB: arrecadando impostos e vendendo títulos de suas dívidas remuneradas. Contabilmente, a arrecadação de impostos produz o efeito oposto do gasto público, destruindo a moeda criada por gastos do TN e desfazendo todas as

variações nos balanços patrimoniais privados ocasionadas por um gasto estatal de igual tamanho. Fica o convite ao leitor para que visualize, com o auxílio das figuras acima, o pagamento de um imposto de 1000 reais, desde o débito no saldo bancário do contribuinte e nas reservas do seu banco comercial, até o desfazimento completo de

29 Uma diferença inconsequente para o propósito do nosso exercício é que nas operações compromissadas a recompra do título público pelo BCB é automática, enquanto na compra definitiva a recompra do título pelo BCB só ocorreria por iniciativa dos bancos, sendo acomodada pelo BCB caso pressionassem a Selic com suas demandas por reservas bancárias.

30 Notem que embora seja o BCB que venda aplicações rentáveis para neutralizar a pressão negativa da liquidez adicionada pelo gasto estatal sobre a taxa Selic, estas aplicações são dívidas do TN. Portanto, a habilidade do BCB de ofertar tais aplicações depende da existência destes títulos em quantidades suficientes na carteira do BCB, razão pela qual as ações do BCB costumam ser cuidadosamente coordenadas com as ações do TN.

todas as variações nos balanços do banco comercial, do TN e do BCB.

O mistério que pretendemos explicar neste artigo é como o governo brasileiro foi capaz de realizar o maior déficit primário da sua história (743 bilhões de reais) num contexto de enorme fragilidade financeira dos agentes privados, e enquanto o juro referencial da economia e o custo médio da dívida pública chegaram aos seus mínimos históricos. De fato, o reabastecimento da CUT ocorreu ao final do período fiscal, uma vez que o seu saldo em 31/12/2019 era de 1,43 trilhão de reais e 1,45 trilhão de reais em 31/12/2020.<sup>31</sup> Logo, sabemos que o TN conseguiu vender títulos suficientes para reverter o desabastecimento da CUT produzido pelo déficit fiscal de 2020. Mas como este resultado foi possível?

A resposta para este mistério vem da atuação do BCB como estabilizador inevitável do mercado de dívidas públicas, em virtude do seu compromisso com a administração da taxa Selic. Vejamos o exemplo da Figura 3. Novamente em nome da simplicidade, imaginemos que o TN tente reabastecer o saldo da CUT em 1000 reais apenas através da venda de seus títulos de curto prazo pagadores da taxa Selic (LFTs). Caso não houvesse intervenção compensatória do BCB no mercado de títulos, a oferta primária de LFTs pelo TN representaria um excesso destas aplicações na economia e acabaria pressionando negativamente o seu preço (e positivamente o seu juro). Afinal, a dificuldade de encontrar compradores para os títulos oferecidos no mercado primário obrigaria a o TN a cobrar menos pelas LFTs (na verdade, de modo que tais instrumentos acabariam oferecendo uma remuneração maior do que a Selic aos seus compradores primários). O surgimento do deságio tornaria atraente para

gestores financeiros competentes vender LFTs no mercado secundário para em seguida compra-las no mercado primário (ou compra-las por preços intermediários de dealers que as estivessem comprando com deságio no mercado primário), consequentemente pressionando os seus preços também no mercado secundário. Este processo seguiria ocorrendo até que os preços das LFTs vendidas primária ou secundariamente tornassem-nas indistinguíveis.

Caso o BCB fizesse sua gestão monetária exclusivamente por meio de operações convencionais de mercado aberto, o surgimento de um deságio no mercado de LFTs obrigaria o BCB a intervir no mercado secundário de títulos públicos de curto prazo para que a taxa referencial de juros fosse mantida no seu nível desejado. É o que mostramos na Figura 3. Embora o BCB seja constitucionalmente proibido de comprar títulos diretamente do TN, o seu compromisso com a estabilidade da taxa Selic lhe obrigaria a comprar dos bancos exatamente a quantidade de títulos de curto prazo do TN que ele estivesse tentando vender nos leilões primários.

No Brasil real, a “ajuda” prestada pelo BCB ao TN é um pouco menos “completa” do que foi descrito aqui, uma vez que LFTs vendidas primariamente pelo TN não são percebidas pelos agentes privados como perfeitamente substitutas das operações compromissadas pagadoras da taxa Selic. Como o compromisso do BCB é apenas com a manutenção na meta definida pelo Copom da taxa Selic média auferida nas operações compromissadas de um dia, é possível que a venda de quantidades grandes de LFTs pelo TN ocasione o surgimento de algum deságio, sem que o BCB seja obrigado a agir. No entanto, é difícil imaginar que gestores financeiros competen-

---

31 Dados do Banco Central do Brasil disponíveis em <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/Demonstra%C3%A7%C3%B5es%20Financeiras%20BCB%20-%2031.12.2020.pdf>.

tes logo não reajam às oportunidades de adquirir LFTs pagadoras da taxa Selic com deságio e para isso vendam suas aplicações pagadoras da taxa Selic no mercado secundário. Isso pressionaria negativamente os preços das operações compromissadas, e obrigaria o BCB a absorver as aplicações em excesso, preservando assim não apenas a estabilidade da taxa Selic, mas também ajudando a estabilizar os preços das LFTs vendidas primariamente pelo Tesouro.

Menos “completo” ainda é o efeito estabilizador da Selic administrada pelo BCB sobre outras taxas ao longo da curva de juros para dívidas do TN. Neste caso, como dívidas de maturidades maiores e com regras diferentes para o cálculo de suas remunerações representam estratégias diferentes para perfis diferentes de gestores financeiros, é normal que os juros pagos por essas dívidas flutuem mesmo enquanto a Selic se mantém estável. No entanto, o mesmo princípio de arbitragem que transfere estabilidade da Selic para os juros incidentes sobre as LFTs (impedindo o surgimento de ágios e deságios muito grandes), funciona também para estabilizar todos os juros ao longo da estrutura a termo.

No caso das LFTs o efeito estabilizador da Selic tende a ser muito forte porque são substitutas muito próximas das aplicações compradas e vendidas pelo BCB, estas sim pagadoras de retornos (quase) perfeitamente controlados pela política monetária. Já no caso de outras dívidas do TN, o efeito estabilizador é menos direto. A situação de indiferença entre aplicações de curto

prazo pagadoras da taxa Selic e uma dada dívida do TN de prazo mais longo é aquela em que o retorno da dívida longa é exatamente igual ao rendimento esperado de aplicações diárias ininterruptas remuneradas pela taxa Selic, até o vencimento da dívida longa. O normal é que as taxas que remuneram as aplicações de vencimentos mais distantes sejam maiores, refletindo a incerteza sobre o comportamento das taxas curtas durante o tempo da aplicação, e o custo de sua liquidação antes do vencimento. Mas a diferença entre a taxa de curto prazo administrada pelo BCB e as taxas de longo prazo (a inclinação da curva de juros) pode variar bastante. Quando os agentes passam a crer que a Selic será aumentada pelo BCB no futuro, vendem suas aplicações menos líquidas em busca da oportunidade de receberem uma Selic mais elevada em aplicações de curto prazo. São estes movimentos que fazem cair os preços (subir os juros) das aplicações de longo prazo, sem fazerem subir o preço das aplicações remuneradas pela Selic, estabilizado pela ação do BCB. Desta forma, em última instância é o BCB, através da administração da taxa Selic, quem mais pode influenciar o comportamento dos juros, ao longo de toda a curva, para dívidas do TN, inclusive pela sua capacidade de influenciar as expectativas<sup>32</sup> dos agentes sobre o comportamento futuro da Selic.

De qualquer forma, ainda que os detalhes mais complexos sobre o funcionamento do mercado de dívidas públicas tornem o “caminho” da “ajuda” financeira do BCB, criador da moeda, ao TN, realizador dos

---

32 Não é razoável crer que analistas e gurus financeiros, por mais competentes e intuitivos que sejam, tenham a capacidade de prever o comportamento da taxa Selic com mais precisão do que o BCB que administra a Selic de maneira absoluta. No entanto, é possível imaginar que um BCB disfuncionalmente submisso a interesses de gestores financeiros privados realmente possa condicionar a definição da meta Selic às expectativas dos participantes dos mercados de dívidas públicas, conforme sinalizadas pela curva de juros. Ainda assim, não seria correto afirmar que as expectativas dos agentes privados e suas escolhas financeiras estivessem “determinando” o juro básico e da curva de juros, como se a autoridade monetária não possuísse alternativas para suas escolhas. Mesmo neste caso o juro básico continuaria sendo unilateralmente definido pela autoridade monetária, ainda que esta decisão unilateral estivesse disfuncionalmente submetida a interesses privados.

gastos estatais, desnecessariamente mais “sinuoso e esburacado” do que precisaria ser, isso não impede que o TN reabasteça o saldo da CUT com muita facilidade através da oferta primária de títulos da sua dívida.

O importante aqui é ressaltar que o poder de criar moeda do BCB lhe garante capacidade absoluta de estabelecer um piso para todo e qualquer preço definido em reais na economia brasileira. Este poder, combinado à capacidade de oferecer aplicações remuneradas que tanto o BCB (em breve, também na forma de depósitos remunerados) e o TN possuem, permitem que o Estado controle perfeitamente os preços de todas estas aplicações. Nos EUA, por exemplo, o Fed inaugurou a prática de relaxamento quantitativo para lidar com a crise de 2008, e desde então passou a intervir também no restante da curva de juros para dívidas do Tesouro, bem como de alguns tipos de dívidas privadas.<sup>33</sup> Já no Brasil, a autoridade monetária se mostra muito menos disposta a estabilizar mais diretamente outros preços financeiros estrategicamente importantes, além da taxa Selic. Felizmente, mesmo este conservadorismo monetário do BCB não lhe permite sabotar a política fiscal.

Retornando finalmente à equação (1), podemos compreender como o resultado final dá uma ilusão imprecisa da origem do financiamento ao Estado. Perceba o leitor que no nosso exemplo o reabastecimento da CUT em 1000 reais deu-se integralmente através da oferta primária de dívidas públicas ao público não governamental. No entanto, para que o TN conseguisse oferecer 1000 reais em títulos de curto prazo ao público não governamental sem que isso produzisse uma elevação na taxa de ju-

ros, foi necessário que o BCB comprasse a mesma quantidade de títulos do TN do público não governamental. Como o BCB já havia oferecido 800 reais em títulos de curto prazo ao público não governamental para evitar que o juro básico caísse com a injeção de liquidez resultante do pagamento estatal, a variação de títulos do TN na carteira do BCB acabou sendo de 200 reais, exatamente igual ao aumento da base monetária nas carteiras privadas ocorrido no período. No exemplo hipotético, está aí a “ajuda” do BCB ao TN para que o TN reabasteça a CUT sem elevação dos juros remuneradores das suas dívidas. Ele de fato é igual à variação da base monetária, não porque essa parte do financiamento ao déficit do TN tenha “vindo” da criação de moeda, mas porque a variação na base monetária é a porção da riqueza financeira criada pelo gasto deficitário que os agentes privados não querem aplicar em dívidas do TN.

Podemos assim, finalmente, desvendar o mistério de 2020. Não foi o endividamento estatal junto ao setor privado que “financiou” o extraordinário déficit fiscal daquele período, pelo menos não da forma como os economistas costumam imaginar. O endividamento estatal que financiou os gastos adicionais em 2020 deu-se (como sempre foi o caso) primeiro na forma da criação da própria moeda estatal. Embora não apareça na enganosa medida de dívida bruta do governo geral, semanticamente a criação de moeda também é uma tomada de empréstimo, pois o Estado realiza um pagamento através da entrega de um item do seu passivo. Mas é uma tomada de empréstimo diferente, pois é um empréstimo tomado e pago simultaneamente. Neste

---

33 Keynes (1936), sempre à frente do seu tempo, já havia sugerido que as autoridades monetárias poderiam regular os juros ao longo de toda a curva de rendimentos: “A autoridade monetária geralmente tende, na prática, a concentrar sua atividade nas dívidas a curto prazo, e a deixar o preço das obrigações de longo prazo sob influência tardia e imperfeita das reações provenientes do preço das dívidas de curto prazo – embora, também aqui, não haja motivo algum que a obrigue a agir desta maneira (Keynes, 1936, p. 164).”



sentido, a única condição para que o Estado brasileiro consiga “se endividar” junto ao setor privado para fazer pagamentos é que a moeda estatal siga sendo aceita pela população.

Como vimos no exemplo acima, o gasto público é simultâneo à criação e aceitação pelo público da dívida estatal com que se dá o seu “financiamento”: a própria moeda estatal. É apenas subsequentemente que os agentes não governamentais rearmam as suas carteiras em função de suas preferências e necessidades financeiras, trocando as porções excedentes da moeda estatal por dívidas estatais remuneradas quando existe a oportunidade, ou destruindo a moeda estatal através dos impostos que são obrigados a pagar ao Estado. Estes resultados acabam dando a ilusão de que o financiamento estatal não se deu inteiramente pela criação de moeda, como se a moeda usada pelo Estado tivesse saído de carteiras privadas, quando na realidade a relação de causalidade é invertida: o Estado cria moeda e a entrega ao setor privado que somente então pode fazer pagamentos ao Estado, pagando impostos ou comprando dívidas remuneradas.

#### **4. Se não há Limite Financeiro, qual deve ser o limite para o gasto estatal?**

Como buscamos demonstrar no texto, **não há e nunca houve restrições financeiras verdadeiramente inevitáveis que se imponham sobre a capacidade do governo brasileiro de realizar seus pagamentos. Como o Estado brasileiro é o detentor do monopólio sobre a criação do real, cabe (ou pelo menos deveria caber) a ele escolher como, quando e para quem a sua capacidade irrestrita de criar reais será utilizada. Obviamente, é importante que haja algum limite sobre o uso da criação da moeda. Governos incompetentes e/ou mal-intencionados certamente poderiam produzir danos econômicos**

**significativos se estivessem totalmente livres para gastar. Porém, a forma mais eficiente de impedir que o gasto público se torne excessivo, ou que seja materialmente ineficiente, não é fingir que o governo enfrenta restrições financeiras e pode se tornar insolvente, como se fosse um usuário de moeda que precisa cuidar do seu equilíbrio orçamentário intertemporal. Afinal, para que nossas economias funcionem bem, é preciso que o gasto do governo sirva como um contrapeso dos gastos dos demais atores privados usuários da moeda estatal, gastando mais quando todas as rendas da economia estiverem caindo e menos quando as rendas estiverem crescendo.**

A capacidade de criar moeda permite que o governo resolva com facilidade incomparável todo e qualquer problema associado à demanda insuficiente ou escassez de financiamento. Por exemplo, o desemprego resultante da demanda insuficiente por bens e serviços na economia como um todo poderia ser eliminado, instantaneamente, com a contratação da população desempregada pelo Estado. A oferta insuficiente de bens e serviços públicos indispensáveis para a garantia de direitos fundamentais da população (educação, saúde e segurança) poderia ser enfrentada, de maneira simples, com o financiamento muito mais generoso da sua produção.

**É claro que para que o poder de criar moeda tenha efeitos positivos para a sociedade, é preciso que a economia não esteja em situação de esgotamento absoluto das suas oportunidades produtivas. O objetivo funcional da criação de moeda pelo Estado é justamente aproveitar o seu efeito mobilizador de capacidades produtivas disponíveis que, em economias monetárias, acabariam desperdiçadas por falta de demanda. O gasto excessivo e mal planejado em busca de mercadorias materialmente indisponíveis não apenas não ocasionaria**

**o aumento desejado na oferta, mas poderia produzir consequências distributivas indesejáveis, tão piores quanto mais intensamente o seu efeito inflacionário deteriorasse o poder de compra da população mais pobre.** Neste caso, sim, faria sentido tratar a construção do orçamento público como um exercício redistributivo, tirando de um gasto para viabilizar algum outro, não porque o dinheiro para o financiamento do gasto precise vir de alguma receita prévia ou da redução de outro gasto, mas para que a demanda adicionada por cada gasto “caiba” no limite material intransponível da economia.

Ademais, mesmo que a economia estivesse confrontada com uma oferta agregada completamente inelástica, o planejamento do orçamento público, submetido ao objetivo de estabilização fiscal, tenderia a ser disfuncional. Não existe mecanismo confiável que faça com que a gravidade da deterioração de indicadores fiscais acompanhe a intensidade das pressões inflacionárias por excesso de demanda. Pelo contrário, uma expansão econômica para além do limite inflacionário tenderia a melhorar os indicadores fiscais do governo, pela ação dos estabilizadores automáticos que fariam cair (ou crescer mais lentamente) os gastos públicos e aumentar (ou aumentar mais rapidamente) a arrecadação de tributos, e pela diminuição da dívida pública (cujo crescimento tenderia a desacelerar) como fração do PIB (em franca expansão). Entretanto, embora a melhora dos indicadores fiscais pudesse ser disfuncionalmente interpretada como um aumento na capacidade do governo de realizar gastos, um aumento dos gastos estatais seria desaconselhável numa economia operando no seu verdadeiro limite produtivo.

Muito comumente, é a suposta ameaça à estabilidade de preços que acaba utilizada como argumento contra o reconhecimento de que o Estado não enfrenta limites financeiros para gastar. É um argumento que

faz pouquíssimo sentido. Note-se que não há elemento normativo na constatação de que não há limite financeiro sobre o gasto público. **Reconhecer a ausência de limites financeiros para o gasto de um governo capaz de criar moeda não significa defender que este governo deva gastar sem limites e que desrespeite o limite inflacionário da economia.** Apenas não faz sentido que o limite imposto ao governo seja condicionado ao enfrentamento do risco de esgotamento das fontes de financiamento ao Estado por endividamento excessivo, uma vez que este risco não existe. **Mas um governo capaz de gastar sem limites poderia produzir pressões inflacionárias por excesso de demanda, de modo que regras fiscais que não permitissem que o governo empurrasse a demanda da economia para além do seu limite inflacionário fariam sentido funcional.**

De qualquer maneira, situações de inflação por excesso de demanda agregada para a economia como um todo são eventos muito menos frequentes do que nos fariam crer os alarmistas defensores da austeridade. Dificilmente o esgotamento produtivo de uma economia é tão completo que não haja espaço para que gastos bem direcionados sejam “encaixados” na economia e mobilizem recursos ociosos sem que seja necessário reduzir a sua utilização para outras finalidades. Normalmente, como não há no mundo real mobilidade perfeita de recursos produtivos para a produção de coisas diferentes, o que ocorre é que gargalos na oferta de diferentes bens e serviços aparecem na economia muito antes da economia atingir a sua plena capacidade produtiva. Neste caso, é mais eficiente cuidar para que a demanda adicionada pelo gasto público (inclusive o seu efeito estimulador sobre o consumo privado) não acabe direcionada para o mercado onde a oferta é inelástica. Por exemplo, numa economia que estivesse sofrendo

com a escassez de tomates, mas possuísse enorme capacidade ociosa para a produção de tijolos, uma política de estímulo ao consumo de pizzas seria mais inflacionária e menos mobilizadora de oportunidades produtivas inativas do que uma política de estímulo à construção civil.

É sintomático da influência que a descreditada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) ainda exerce sobre o pensamento econômico brasileiro que quase todos os processos inflacionários ocorridos no país ainda sejam tratados como excessos de demanda agregada. Mesmo quando reconhecem que a demanda agregada não é determinada pelo comportamento exógeno do estoque de moeda, economistas simpáticos à TQM ainda imaginam que a consequência mais provável de um aumento na demanda agregada seja um aumento no nível de preços. Esta conclusão costuma estar apoiada na crença de que consumo e investimento privados teriam comportamentos perfeitamente anticíclicos, de modo que o produto da economia nunca ficasse estrangulado por falta de demanda agregada. Ora, ainda que tal crença não estivesse em absoluto desacordo com o comportamento de agentes privados no mundo real, que reagem a quedas nas suas rendas reduzindo os seus gastos, haveria uma contradição inerente nos argumentos dos defensores da austeridade fiscal que alertam para o risco inflacionário por excesso de demanda, mas reclamam de *crowding out* do investimento privado pela suposta pressão imposta pelo endividamento público crescente sobre a taxa de juros. Se de fato a economia estivesse operando no seu pleno emprego, tanto o gasto público (mesmo que para investimentos desinflacionários) como o investimento privado seriam igualmente inflacionários.

Suponhamos então que a economia esteja operando muito abaixo do seu pleno emprego, que de fato é a situação normal para uma economia monetária muito mal

administrada como a brasileira desde, pelo menos, 2015. Além do limite inflacionário absoluto, quais deveriam ser os demais limites funcionais para o gasto governamental? Falamos acima sobre a necessidade de um planejamento orçamentário atento aos gargalos de oferta da economia, como se o governo assumisse o volante da economia para desviar das pressões inflacionárias a caminho do pleno emprego. Precisamos reconhecer agora um gargalo de oferta especialmente relevante e desafiador para uma economia tecnologicamente dependente como a brasileira: o *gargalo cambial*.

No capitalismo global é muito mais fácil obter fontes de matérias primas básicas do que desenvolver uma estrutura produtiva complexa e tecnologicamente sofisticada. Infelizmente, a economia brasileira, historicamente, sempre foi e se mantém fortemente dependente da importação de tecnologias e bens de capital, fazendo com que as importações cresçam com o crescimento econômico, não apenas porque isso faz aumentar o consumo de bens de consumo importados, mas porque o próprio crescimento do produto da economia exige a aquisição de insumos, equipamentos e tecnologias nacionalmente indisponíveis. Naturalmente, para que uma demanda crescente por itens importados não seja apenas inflacionária, é preciso que a oferta desses itens seja também expandida.

Ocorre que, como os preços de artigos importados têm dinâmica própria e independente do funcionamento da economia doméstica, a oferta de itens importados depende principalmente da oferta das moedas estrangeiras com que tais itens podem ser comprados. Isto faz com que a porção importada da oferta disponível para aquisição e uso domésticos (dado pelo produto da economia menos as exportações) não seja influenciada pelo gasto estatal até o seu esgotamento material da mesma maneira que os demais componentes da oferta da economia. Do ponto de vista

do governo emissor da moeda doméstica interessado em conduzir sua economia ao pleno emprego, a oferta de bens importados é vertical (renda inelástica) e se move com a oferta da moeda estrangeira. Assim, é natural que alguma pressão cambial inflacionária esteja presente em economias periféricas em expansão saudável, em razão do descompasso entre o crescimento das importações, normalmente renda-elásticas, e das exportações, renda-inelásticas.

Desde que o governo do país periférico não se comprometa oficialmente com a estabilidade cambial, não é necessário deixar de perseguir e manter o pleno emprego e o crescimento econômico por medo desse descompasso, uma vez que a pressão inflacionária advinda do gargalo cambial tão somente sinalizará a escassez da porção importada da oferta disponível domesticamente relativa ao restante do produto total. Ademais, raramente os choques cambiais mais violentos e, conseqüentemente, mais desafiadores para países periféricos, vêm do descompasso entre exportações e importações quando afetadas pela renda doméstica. Muito mais frequentemente eles vêm de flutuações no mercado cambial ocasionadas por outros fatores muito mais voláteis, como choques econômicos que afetam as importações dos demais países e, principalmente, as movimentações de riquezas entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras. Simplesmente, as dificuldades cambiais de economias periféricas não vêm necessariamente das importações que crescem com a renda da economia. O problema maior é que, dado um nível

de renda, um choque cambial ocasionado por fuga violenta de capitais ou por uma contração muito forte nas importações de parceiros comerciais, tende a produzir um choque inflacionário também muito elevado, tão pior quanto menos câmbio elástica for a demanda doméstica por itens importados, como quando uma parcela muito grande da oferta disponível para aquisição e uso doméstico é produzida com insumos e tecnologias importadas.<sup>34</sup>

Não há uma única solução para combater ou aliviar choques cambiais advindos de inversões violentas nos fluxos de capitais e/ou mudanças abruptas na demanda de parceiros comerciais internacionais. Lara (2021) argumentou de maneira muito convincente que é aconselhável ao menos observar a condição de indiferença entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras (condição de paridade coberta), para que fugas de capital não se tornem inevitáveis. Basicamente, o juro básico da economia precisaria ser mantido no nível que compensasse rendimentos de curto prazo disponíveis em moedas diferentes, mais a desvalorização esperada para a moeda doméstica, para que o mercado cambial não se encontrasse em situação de desequilíbrio persistente. Além disso, transferências de renda mais focalizadas e menos economicamente custosas que um juro básico mais atraente (que tem impacto relevante muito mais amplo que o seu efeito no mercado cambial) igualmente poderiam incentivar a entrada e desincentivar a saída de capitais, como as operações de *swap* cambial.

Tão ou mais importante do que lidar fun-

---

34 Além disso, economias periféricas carregam consigo vícios indexadores que normalmente repassam a desvalorização cambial aos preços, mesmo quando os preços não incluem custos de produção importados. Um exemplo óbvio deste fato são os preços administrados brasileiros (por exemplo, tarifas de energia elétrica) que possuem regras de reajustes que repassam automaticamente a desvalorização cambial aos preços cobrados de consumidores. Muito pior ainda são as economias periféricas insuportavelmente carregadas com dívidas denominadas em moedas estrangeiras, cujas demandas por estas moedas tendem a ser quase totalmente câmbio inelásticas, podendo criar até mesmo pressões hiperinflacionárias como na República de Weimar, ou explosivamente inflacionárias, como em vários países latino-americanos nos anos 80 e 90.

cionalmente com choques cambiais originados por inversões abruptas nos fluxos de capitais no momento em que ocorrem, é cuidar para que tais movimentos sejam menos frequentes e que a economia esteja menos vulnerável a eles. Controles de capitais (taxas, proibições e exigências condicionantes, etc.) que tornassem inviavelmente custosas as movimentações de capitais muito abruptas, reduziram bastante a incidência de choques cambiais desta natureza. Além disso, investimentos públicos desinflacionários, e uma política industrial estrategicamente fomentadora da substituição de importações, tornariam a economia mais resistente a eventuais choques cambiais, reduzindo o efeito de *pass through* para os preços domésticos. Finalmente, o desenvolvimento de relações de cooperação cambial com outros países, cujos interesses estivessem alinhados geopoliticamente com o Brasil (como no bloco dos BRICS ou no Mercosul), poderia reduzir a dependência da economia brasileira frente a moedas de países centrais, especialmente do dólar, ao mesmo tempo em que ampliaria o alcance do poder de compra do real para muito além das fronteiras do Brasil.

De qualquer forma, seja qual for a origem do desafio inflacionário imposto à economia brasileira, ele não é consequência de uma suposta insustentabilidade fiscal do governo brasileiro. Como o governo brasileiro não “quebra” em reais, não faz sentido que especuladores fujam de aplicações em reais por medo de um calote estatal. Ainda que considerem a ameaça de descontrole inflacionário equivalente a um calote estatal verdadeiro (por algum motivo ignorando a capacidade do Estado criador de moeda de compensar toda e qualquer desvalorização cambial na forma de rendimento de juro pago em moeda doméstica), é sempre preciso identificar a origem do suposto descontrole inflacionário antes que qualquer tratamento seja proposto. No caso

da inflação de demanda, de fato o governo deverá praticar uma política contracionista, não porque estará ameaçado de insolvência, mas porque haverá um excesso inflacionário de demanda na economia que precisará ser removido. Neste caso, não é o tamanho da dívida que pode ser inflacionário, mas o tamanho do déficit público e seu efeito sobre a demanda agregada da economia. Em outras situações de inflação de custos, experimentadas fora do pleno emprego, a expansão fiscal pode até mesmo ser uma ferramenta de combate à inflação, como, por exemplo, através da oferta de subsídios (ou da redução de impostos sobre as vendas) para o consumo inelástico de bens encarecidos por custos externos (como no exemplo do congelamento e/ou redução dos impostos que compõem o preço de combustíveis no Brasil). Políticas contracionistas, por sinal, são muito menos adequadas para o combate a inflações de custo. Ainda que o efeito deflacionário de um choque recessivo sobre a demanda agregada seja suficiente para compensar qualquer que seja a pressão inflacionária gerada pela elevação de algum custo, a política recessiva contribui em nada para combater a origem da inflação. Pelo contrário, combinada ao efeito recessivo da própria inflação de custos (que reduz a renda real disponível para os consumidores sem incrementar alguma outra renda doméstica), a política contracionista acaba exacerbando o problema, pois não somente não desfaz o encolhimento da oferta responsável pelo choque de custos, mas deprime também a produção de outras mercadorias por falta de demanda.

## 5. Considerações Finais

Argumentamos neste texto que as finanças públicas de governos monetariamente soberanos não funcionam conforme a visão convencional aplicável às finanças privadas. Enquanto as finanças privadas são irrevogavelmente restringidas pela capacidade de obter renda ou de se endividar, as

finanças públicas de governos monetariamente soberanos não enfrentam restrições financeiras similares.

Conquanto possa ocorrer de o governo, voluntariamente, proclamar restrições políticas, ideológicas ou legais sobre seus gastos, o sistema privado não possui instrumentos de mercado para restringir a capacidade de gastos do governo. Governos monetariamente soberanos gastam criando moeda; governos monetariamente soberanos não se financiam tomando emprestado do setor privado nem tributando o setor privado.

Novamente, ainda que o governo possa operar sua capacidade financeira para proteger ou elevar a riqueza financeira de determinadas classes sociais, tal decisão é soberana e não sujeita a ameaças do setor financeiro de cortar o financiamento ao governo. **Como tem sido demonstrado recorrentemente ao longo dos séculos, e eloquentemente durante a atual crise da pandemia do Covid-19, nas crises econômicas é o governo quem socorre o sistema financeiro e não o contrário. Se durante as crises os governos monetariamente soberanos não encontram dificuldade em se financiar, seria curioso se tivessem dificuldades de fazê-lo em épocas de estabilidade e crescimento.**

Ainda que o quanto o governo esteja apto a gastar não esteja limitado por alguma manobra de mercado que os agentes financeiros possam adotar para vetar gastos desejados pelo governo, é evidente que existem limitações aos gastos do governo. A questão que enfatizamos é que as restrições não são de ordem financeira. **Os gastos do governo monetariamente soberano estão condicionados (1) por suas próprias prioridades políticas; (2)**

**por restrições de disponibilidade de recursos “reais” compráveis com a moeda do Estado e (3) por restrições legais autôimpostas.**

**Considerando essas restrições, duas são as tarefas necessárias, no contexto brasileiro atual, para tornar as finanças públicas nacionais funcionais para as grandes transformações necessárias para tornar a economia brasileira socialmente justa, ambientalmente sustentável e economicamente estável: (1) revoogar as restrições fiscais (LRF, Teto dos Gastos e Regra de Ouro) que têm tornado o orçamento insuficiente e inadequado (disfuncional), impedindo atingir objetivos socioambientais, e procíclico, amplificando as flutuações econômicas; (2) fortalecer os mecanismos já existentes de planejamento orçamentário (PPA e LOA) orientados para o pleno uso dos recursos reais disponíveis de forma a atingir as prioridades de transformação econômica e sociais, ao mesmo tempo em que estabilize a economia diante de choques (como o provocado pela pandemia).**

Finalmente, terminamos sublinhando que a disfuncional orientação atual de política econômica tem provocado grandes instabilidades financeiras, com perdas de renda e emprego, por se basear em uma perspectiva macroeconômica inapropriada para descrever uma economia com um governo monetariamente soberano. Por outro lado, destacamos que o pleno conhecimento do poder monetário do governo abre novas possibilidades de políticas transformadoras da estrutura social e produtiva da economia, ao mesmo tempo em que amplia os instrumentos estabilizadores de preços, rendas e emprego disponíveis ao governo.

## Referências

BELL, Stephanie. The hierarchy of money. Working paper n. 231. The Jerome Levy Economics Institute, 1998.

CONCEIÇÃO, Daniel; DECCACHE, David. Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação do PL3877. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Texto de Discussão n. 1. Brasil, julho de 2021.

DALTO, Fabiano A S; GERIONI, Enzo M; OMIZZOLO, Júlia A; DECCACHE, David; CONCEIÇÃO, Daniel. Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas. Fortaleza, Nova Civilização, 2020.

DALTO, Fabiano A. S. Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, outubro de 2021.

SCHREIBER, Mariana. Meirelles defende 'imprimir dinheiro' contra crise do coronavírus: 'Risco nenhum de inflação'. BBC News Brasil. 8 de abril de 2020. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-52212033#:~:text=Vídeos-,Meirelles defende 'imprimir dinheiro' contra crise do coronavírus, %3A 'Risco nenhum de inflação'>> acesso em: 08 setembro 2021.

INNES, A. M. What is Money? Banking Law Journal, May, pp.377-408, 1913.

KALECKI, Michael. Political Aspects of Full Employment. The Political Quarterly 14, no. 4, 1943.

KEYNES, John. M. A Treatise on Money: the pure theory of money. In MOGGRIDGE, Donald (ed). The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol.5, pp.408-411. Londres: Macmillan, 1973. Original edition 1930.

KEYNES, John. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Editora Atlas, 1992. Edição original 1936.

KNAPP, Georg F. The state theory of money. London: Macmillan, 1924.

LARA, Fernando. A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 2. Brasil, setembro de 2021.

LERNER, Abba P. Functional Finance and the Federal Debt. Social Research, vol. 10, no. 1: pp. 38-51, fevereiro 1943.

LERNER, Abba P. Money as a Creature of the State. The American Economic Review, vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 312-317, mar. 1947.

VILELLA, Caio; VAZ, Camila; BUSTAMANTE, Julia. Levantamento e análise de medidas econômicas adotadas durante a pandemia da COVID-19. Grupo de Economia do Setor Público do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Nota de Economia Política, 2020.

WRAY, L. Randall. Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços. Rio de Janeiro: Editora da UFRJ e Contraponto, 2003.

WRAY, L. Randall. Senhoriagem ou Soberania? Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 193-211, jul/dez. 2002.

# 6 Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro

Ana Carolina Nicacio<sup>1</sup>

Pedro Rossi<sup>2</sup>

## Resumo

No atual contexto histórico institucional, de ampla abertura e desregulamentação financeira do sistema financeiro internacional, as moedas são ativos financeiros de alta liquidez associadas a um binômio rendimento/risco e sujeitas a compor o portfólio de investidores internacionais, assim como commodities, ações, títulos, hipotecas securitizadas, dentre outros. Essa noção de moeda enquanto ativo financeiro não é tão evidente para todos os campos da teoria econômica, mas na visão dos operadores do mercado financeiro ela figura no plano da obviedade.

Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes financeiros são fatores fundamentais para a determinação da taxa de câmbio, por vezes mais relevantes que variáveis reais, como o comércio externo, o crescimento econômico, etc. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica sujeita às convenções de mercado, à alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Decorre daí a “financeirização da taxa de câmbio”, que pode ser definida como um processo de subordinação das trajetórias cambiais às decisões de

portfólio dos agentes financeiros.

Esse fenômeno tem como consequência um padrão de flutuação cambial mais volátil e mais correlacionado com o ciclo de liquidez internacional e com variáveis financeiras. Além disso, está condicionado pela abertura financeira do país e pela estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional, no qual os ciclos de liquidez são determinados pelo centro do sistema, assim como os processos especulativos com o *carry trade*, que dependem da orientação das taxas de juros de países centrais.

Nesse contexto, a taxa de câmbio real-dólar é uma das mais voláteis do sistema e das mais correlacionadas com o ciclo de liquidez. No boom internacional, o real é uma das moedas que mais valoriza, na crise, uma das que mais desvaloriza. Essa volatilidade não contribui em nada para o investimento produtivo e para o desenvolvimento econômico. Isso ocorre por conta da abertura financeira do país e das características institucionais, como uma taxa de juros estruturalmente alta e um mercado de câmbio permeável à especulação financeira. Essas características podem estar sendo agravadas pela Nova Lei Cambial.

1 Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da UNICAMP.

2 Professor Livre docente do Instituto de Economia da UNICAMP.



## 1. Introdução

No atual contexto histórico institucional, de ampla abertura e desregulamentação financeira do sistema financeiro internacional, as moedas são ativos financeiros de alta liquidez associadas a um binômio rendimento/risco e sujeitas a compor o portfólio de investidores internacionais, assim como commodities, ações, títulos, hipotecas securitizadas, dentre outros. Essa noção de *moeda enquanto ativo financeiro* não é tão evidente para todos os campos da teoria econômica, mas na visão dos operadores do mercado financeiro ela figura no plano da obviedade.

Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes financeiros são fatores fundamentais para a determinação da taxa de câmbio, por vezes mais relevantes que variáveis reais, como o comércio externo, o crescimento econômico, etc. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica sujeita às convenções de mercado, à alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Decorre daí a **"financeirização da taxa de câmbio"**, que pode ser definida como um processo de subordinação das trajetórias cambiais às decisões de portfólio dos agentes financeiros.

Como consequência desse processo, tem-se que os movimentos cambiais não obedecem aos fundamentos usualmente apontados como aqueles que guiam a taxa de câmbio, como o equilíbrio do setor externo, a paridade do poder de compra e os diferenciais de competitividade. Nesse sentido, a financeirização da taxa de câmbio gera um descolamento recorrente, e por vezes sistemático, da trajetória das taxas de câmbio em relação aos fundamentos econômicos. Esse processo é agravado pelo alto grau de concentração das tran-

sações cambiais em poucas instituições financeiras.

No caso brasileiro, a moeda é campeã de volatilidade e está sempre entre as que mais valorizam e desvalorizam em relação ao dólar ao longo dos ciclos cambiais. Rossi (2016) aponta duas especificidades importantes para o entendimento da dinâmica cambial. A primeira é o **alto patamar da taxa de juros**, o que torna a moeda brasileira um alvo preferencial das operações de *carry trade*, operação na qual se assume um passivo ou uma posição vendida na moeda de baixos juros e, simultaneamente, um ativo ou uma posição comprada na moeda de altos juros. Já a segunda particularidade refere-se à **institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro**, cuja principal característica é um mercado de futuro muito mais líquido do que o mercado à vista. Além disso, o baixo grau de regulação e a facilidade de acesso dos investidores estrangeiros aos derivativos torna o mercado de câmbio brasileiro particularmente permeável à especulação financeira. Assim, de forma recorrente, **a especulação no mercado futuro condiciona a volatilidade e as tendências cambiais, acentuando os movimentos da taxa de câmbio.**

Nesse contexto, este trabalho busca desenvolver o tema da *financeirização* da taxa de câmbio, explorar as suas causas e avaliar o caso brasileiro. Para isso, encontra-se dividido em quatro seções além dessa introdução. A segunda delimita o conceito de financeirização da taxa de câmbio e avalia as suas implicações. Já a terceira explora os condicionantes da financeirização da taxa de câmbio, como a hierarquia de moeda, os ciclos de liquidez, a especulação com o *carry trade* e a abertura financeira. A seção seguinte trata da abertura financeira no Brasil e da regulação do mercado de câmbio brasileiro e, por fim, a última seção apresenta considerações finais.

## 2. Financeirização da Taxa de Câmbio: delimitando o conceito

A *financeirização* tem diversas definições, mas o que é comum a todas é a **ampliação da influência dos mercados financeiros e das instituições financeiras sobre os resultados econômicos que transformam o funcionamento do sistema econômico em seus níveis micro e macro** (PALLEY, 2007). Isto posto, pode-se delimitar o conceito de financeirização da taxa de câmbio como o aumento da influência financeira na determinação da taxa de câmbio. Essa influência se expressa na crescente importância relativa de fatores e motivações financeiras (fluxos de capitais, derivativos, especulação, arbitragem, etc.) em relação aos fatores reais (comércio externo, fundamentos reais, etc), de instituições financeiras (bancos, investidores institucionais, especuladores) em relação às empresas do segmento produtivo e comercial (exportadores, importadores).

Com a financeirização, a dinâmica dos estoques de riqueza, bem como a estratégia de alocação de portfólio, passa a seguir uma *lógica patrimonial de valorização de ativos*, sendo que com as moedas o processo não é diferente. Especificamente no caso da taxa de câmbio, observa-se que os agentes financeiros, como bancos e investidores institucionais, desempenham um papel ativo capaz de afetar a formação do preço.

Nessa perspectiva, **a financeirização da taxa de câmbio depende do grau de abertura financeira e da institucionalidade do mercado de câmbio de cada país**. Em economias que apresentam um mercado de derivativos mais profundo e líquido na comparação com o mercado à vista, a taxa de câmbio tende a ser formada primeiro no

mercado futuro e, posteriormente, transmitida, por meio da arbitragem, para o mercado à vista.<sup>1</sup> Logo, cada vez mais guiada pela ação desses agentes, a taxa de câmbio passa a depender dos ciclos de liquidez, do *carry trade* e a se afastar dos “fundamentos”<sup>2</sup> que usualmente eram descritos pela literatura como necessários para o alcance do preço de equilíbrio.

Com isso, a financeirização tem efeitos concreto sobre o padrão de flutuação cambial. **Uma taxa de câmbio mais *financeirizada* é caracterizada por três aspectos: i) é mais volátil; ii) apresenta maior correlação com o ciclo de liquidez internacional; iii) e possui maior correlação com variáveis financeiras** (NICACIO, 2020).

Para além das características do padrão de flutuação cambial, as “determinações financeirizadas” da taxa de câmbio podem trazer diversas consequências para a economia e a gestão das políticas macroeconômicas. Consoante Paulani (2017), a economia não apenas deixa de ter o dinamismo que poderia ter, como o Estado apresenta redução no seu grau de liberdade para a elaboração de políticas econômicas voltadas para o investimento, a produção e o emprego.

Já Ramos (2016) sustenta que as moedas emergentes apresentam maior volatilidade em suas taxas de câmbio e depreciações extremas mais frequentes do que, por exemplo, o par euro/dólar americano, devido à associação mais próxima com as condições financeiras internacionais e à alta correlação com outras moedas emergentes.

A intensidade dessas características depende do nível de integração financeira dessas economias. Sendo assim, visando aprofundar o entendimento acerca da fi-

1 Ver Rossi (2014), por exemplo.

2 Relacionados aos aspectos produtivos, comerciais e mesmo às motivações financeiras ligadas ao investimento produtivo.

nanceirização cambial tal qual apresentado até aqui, a próxima seção buscará lançar luz sobre os fenômenos condicionantes que, conjuntamente, explicam a constituição desse processo, no caso específico brasileiro. Mais especificamente, serão discutidos quatro condicionantes: (i) a hierarquia de moedas, (ii) o ciclo de liquidez internacional, (iii) a especulação e o *carry trade* e a (iv) abertura financeira.

### 3. Condicionantes da Financeirização da Taxa de Câmbio

#### 3.1 - Hierarquia de moedas

No plano internacional, as transações financeiras e comerciais estão concentradas em poucas moedas nacionais privilegiadas. Esse uso desigual das moedas tem diversas consequências econômicas e caracteriza uma hierarquia monetária conforme descrito em trabalhos como os de Cohen (2004), Carneiro (2008), Prates (2005) e De Conti (2011).

A posição de uma moeda na hierarquia monetária tem efeito importante sobre o patamar da taxa de juros, uma vez que as diferentes unidades de conta conferem aos ativos um risco de preço particular associado a uma medida de liquidez que pode ser descrita como a facilidade com que essa moeda é convertida na moeda central do sistema (CARNEIRO, 2008). Assim, uma das vantagens do país emissor da moeda-chave está na demanda por seus títulos, que se torna mais inelástica aos juros na medida em que os agentes estrangeiros têm essa moeda como referência de reserva de valor. Um exemplo disso é a acumulação de reserva de divisas estrangeiras por parte dos governos nacionais que pouco reage aos movimentos das taxas de juros americana. Para alguns, como Serrano (2002), o país detentor da moeda-chave pode incorrer em déficits externos permanentes, uma vez que seu passivo externo é composto de obrigações denominadas em

sua própria moeda. Em última instância, as promessas de pagamento denominadas em dólar podem ser liquidadas com a emissão de papel moeda ou títulos de dívida por parte do governo americano.

Nesse sentido, países centrais têm maior autonomia de política monetária e maior capacidade de sustentar déficits externos, uma vez que podem se financiar na sua própria moeda, enquanto os países periféricos, abertos financeiramente, estão sujeitos a maior restrição externa. Esses últimos emitem moedas que não cumprem todas as suas funções no plano internacional, em particular, essas moedas são incapazes de liquidar contratos e, portanto, exercer a função de meio de pagamento *offshore*. Como consequência, o mercado para ativos nessas moedas tem menor liquidez e um maior risco associado, de modo que as taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis e as taxas de juros mais altas:

*“Aside from asymmetries associated with international currencies, there is significant evidence that policies in the developing world can by no means be considered entirely “autonomous”. The most important issue in this regard is the fact that developing countries are expected to behave in ways that generate “credibility” to financial markets, which means that they are expected to adopt pro-cyclical (austerity) policies during crises.”* (OCAMPO, 2001, p.11)

Do ponto de vista microeconômico, a hierarquia de moeda se expressa na escolha diferenciada de ativos por investidores internacionais que escolhem as diferentes moedas conforme seu apetite por risco e rentabilidade. Os ativos denominados nas moedas centrais tendem a oferecer uma menor rentabilidade associada também a um menor risco de preço, enquanto as moedas periféricas estão associadas a um rendimento e um risco maiores.

Assim, em geral, o mercado para ativos em moedas periféricas tem menor liquidez internacional,<sup>3</sup> **são** mercados mais rasos, de maior risco e com uma forte demanda especulativa pela moeda. Isso tende a tornar as suas taxas de juros mais altas e as de câmbio mais voláteis. Por fim, **a hierarquia de moedas faz dos países emissores das moedas centrais o epicentro do ciclo de liquidez e a fonte de alavancagem para as operações de carry trade**, conforme será descrito a seguir.

### 3.2 - Ciclos de liquidez internacional

O ciclo de liquidez é um fenômeno monetário/financeiro que pode ser definido como a variação periódica das transações financeiras internacionais com etapas ascendentes e descendentes que condicionam a disponibilidade de financiamento no sistema internacional (Biancarelli, 2007). A etapa ascendente do ciclo é caracterizada pelo otimismo dos agentes e nela se observa um aumento das transações entre residentes e não residentes em diferentes mercados financeiros, como os de ações, de *commodities* e de moedas.

Já a reversão do ciclo é caracterizada pelo pessimismo e pela retração dessas transações. As etapas do ciclo têm efeito direto sobre o preço dos ativos negociados nos mercados internacionalizados: a fase ascendente é caracterizada por um aumento dos preços dos ativos de maior risco/menor liquidez e a fase descendente tem o efeito contrário. Dessa forma, as fases de “cheia” e “seca” exercem pressão de maneira distinta sobre os fluxos de capitais, as transações com derivativos, os preços de ativos em geral e as taxas de câmbio de países integrados ao sistema financeiro internacional.

Dois grupos de fatores podem ser apon-

tados como motores do ciclo de liquidez. O primeiro deles é o patamar das taxas de juros básicas, determinadas pelos bancos centrais que emitem as principais moedas do sistema. As baixas taxas de juros no centro do sistema funcionam como *push factors* e incentivam os agentes que transacionam nesses mercados a buscar rentabilidade em outras praças financeiras. Assim como as altas taxas de juros no centro têm o poder de “enxugar” a liquidez internacional. Nesse sentido, **as decisões de política monetária nos países centrais têm impacto importante na alocação da riqueza global e na formação de passivos externos pela periferia do sistema**. Nesse contexto, os países centrais são *business cycle makers* uma vez que geram choques reais e financeiros que são absorvidos pela periferia, caracterizada como *business cycle taker* (OCAMPO, 2001).

O segundo fator determinante do ciclo de liquidez é a preferência pela liquidez dos agentes no plano internacional. O emprego desse termo segue a conceituação de Keynes (1992) e das contribuições pós-keynesianas, como Chick (2010), Davidson (1972) e Carvalho (1992). Nessa leitura, a escolha dos agentes entre demandar moeda ou outros ativos ocorre em um ambiente econômico de incerteza. Com isso, a interação entre os agentes forma convenções ou estados de confiança — otimistas ou pessimistas — que guiam a lógica de atuação dos mesmos:

*“Com a noção de ‘convenção’, a previsão mais provável adquiriria status de entidade coletiva. O estado de confiança e o caráter convencional da avaliação tornar-se-iam, assim, a base de determinação das previsões econômicas”* (MIRANDA, 2003, p. 104).

---

3 Segundo De Conti et al (2014, p. 347), a liquidez no plano internacional pode ser entendida como a capacidade de um ativo ser trocado (sem custos de transação e sem demora) por um meio de pagamento que é internacionalmente aceito.

Nesse sentido, um aumento da preferência pela liquidez engendra uma mudança na composição do portfólio dos agentes que, de forma mimética e generalizada, se livram de ativos menos líquidos e passam a demandar os ativos mais líquidos.

Considerando a hierarquia de moedas e o ciclo de liquidez no plano internacional, tem-se que a fase descendente do ciclo de liquidez corresponde a um aumento contínuo da preferência pela liquidez e se manifesta na busca de ativos denominados nas principais moedas do sistema, enquanto a baixa preferência pela liquidez expande os investimentos para ativos em moedas periféricas (DE CONTI, 2011). O ponto a ser ressaltado é que a disponibilidade de financiamento externo para países periféricos é condicionada pelos fatores externos, como as condições monetárias nos países centrais e o estado de confiança dos investidores internacionais.

Um aspecto importante da mecânica do ciclo de liquidez é que este não se restringe a um processo de alocação de ativos financeiros, mas também de formação de passivos. Na fase cheia do ciclo, o endividamento nos mercados de créditos ou a alavancagem dos mercados de derivativos permitem a criação de liquidez nova no sistema, que acompanha a inflação de preços dos ativos existentes. Enquanto na crise a liquidação das dívidas e a desalavancagem geram uma destruição da liquidez no sistema, o que, por sua vez, provoca a queda no preço dos ativos. As consequências desse processo podem ser sistematizadas nos termos de Minsky (1986), em que os investidores são unidades de balanço cuja formação das estruturas de passivos e ativos é extremamente relevante para o ciclo econômico. Com a mediação do *carry trade* pode-se qualificar com mais propriedade o impacto do ciclo de liquidez sobre as taxas de câmbio.

### 3.3 - Especulação e o *carry trade*

No mercado de moedas, o *carry trade* é um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez para as taxas de câmbio. Essa estratégia consiste em um investimento intermoedas onde se forma um passivo (ou uma posição vendida) na moeda de baixas taxas de juros e um ativo (ou uma posição comprada) na moeda de juros mais altos. É, portanto, um investimento alavancado que implica em descasamento de moedas.

A generalização desse tipo de operação confere características específicas à dinâmica das taxas de câmbio. A alavancagem e o descasamento entre essas duas estruturas conferem a esse tipo de investimento um caráter especulativo e extremamente instável. Quando ocorre aumento da preferência pela liquidez no plano internacional, as taxas de câmbio que são alvo das operações do *carry trade* se depreciam com mais vigor do que as demais. Nesses momentos, os agentes somam prejuízos decorrentes da depreciação dos ativos (investimentos em moedas de altos juros) e apreciação dos passivos (empréstimos em moedas de baixo juros) e forçam a zeragem de posições a qualquer custo, o que leva a uma rápida depreciação da moeda alvo do *carry trade* em relação à moeda onde o agente se financiou.

Dois trabalhos publicados pelo BIS, Kohler (2010) e McCauley e McGuire (2009), apresentaram uma relação positiva entre o nível de taxa de juros e a depreciação cambial na crise de 2008. O diagnóstico dos autores aponta o *carry trade* como motivo para tal relação, ou seja, as economias associadas a uma maior taxa de juros atraíram mais investimentos que exploram diferenciais de juros de curto prazo antes da crise; logo, sofreram uma pressão maior com a reversão dos mesmos. No momento de crise, a velocidade dessa reversão condiz com o fato de a estratégia de *carry trade*

ser altamente alavancada e reversível em situações de risco.

De fato, os países que mais apreciaram suas moedas antes da crise foram aqueles que mais depreciaram durante os meses mais agudos de crise. Foi o caso do Brasil (em torno de 20% de apreciação entre agosto de 2006 e agosto de 2008, e 41% de depreciação entre setembro de 2008 e março de 2009), da Hungria (24% e 44%) e da Turquia (19% e 42%). Aparentemente, o único denominador comum entre essas economias foi o alto patamar da taxa de juros.

Para Kohler (2010) e McCauley e McGuire (2009), a crise proporcionou uma desalavancagem generalizada do sistema financeiro, onde os capitais aplicados em ações e nas operações de *carry trade* retornam às origens, gerando queda nos índices de bolsa e depreciação das moedas-alvo do *carry trade*. Ou seja, a reversão dos fluxos de *carry trade* contribui para a depreciação de um conjunto de moedas em relação ao US\$, mas também para a apreciação de outras moedas *funding*, como o iene e o franco suíço.

Nesse sentido, **em um movimento pendular, as operações de *carry trade* tendem a apreciar as moedas com altas taxas de juros durante a fase ascendente do ciclo de liquidez e depreciá-las na fase de reversão. O detalhe importante é que esse movimento tende a ocorrer de forma assimétrica: o processo de otimismo que caracteriza a expansão da liquidez internacional ocorre de forma mais gradual, enquanto as reversões de humor são usualmente mais abruptas** (ROSSI, 2015).

Por fim, as operações de *carry trade* destacam uma característica importante do ciclo de liquidez: esse não constitui apenas um processo de alocação de ativos, mas também de formação de passivos. A

fase de cheia do ciclo é caracterizada por formação de passivos e inflação de ativos, como moedas, ações e *commodities*, enquanto a crise constitui um processo de redução de passivos e deflação de ativos. Trata-se, portanto, de um fenômeno monetário de criação e destruição de liquidez.

### 3.4 - Abertura financeira

Os impactos da hierarquia de moedas, dos ciclos de liquidez e das operações especulativas dependem do grau de abertura financeira da economia. **Países com menor grau de abertura financeira estão menos sujeitos à especulação financeira e aos impactos das fases do ciclo de liquidez, enquanto países com mais inserção na globalização financeira estão mais suscetíveis ao fenômeno da financeirização da taxa de câmbio.**

A expressão "abertura financeira" pode ser definida como a remoção gradual de restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais. Esse processo pode ser dividido em três níveis: i) *inward transactions*: entrada de recursos externos no país, considerando tanto a captação de recursos no exterior pelos residentes quanto a entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico; ii) *outwards transactions*: posse de ativos externos e transferências de capital ao exterior feitas por parte de residentes, e também emissões de passivos e o endividamento de não residentes no mercado doméstico; iii) conversibilidade da moeda: relativa à posse e às relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país.

Já os instrumentos utilizados para a análise da abertura financeira podem ser agrupados em indicadores *de jure* - relativos à legislação específica de cada país - e indicadores *de facto* - baseados em fluxos e estoques de capital internacionais. Do ponto de vista teórico, segundo a literatu-

ra convencional,<sup>4</sup> a abertura financeira seria acompanhada por diversos benefícios, como: o aumento do compartilhamento e da diversificação de riscos; a possibilidade de financiamento de desequilíbrios temporários do balanço de pagamento e o acesso à poupança externa para o financiamento do investimento; além de impor disciplina sobre as políticas econômicas domésticas.

No entanto, as crises cambiais e financeiras sucessivas deflagradas nos mercados emergentes durante a década de 1990 questionaram tais supostos benefícios da abertura. De acordo com Biancarelli (2010), do ponto de vista acadêmico, tais possíveis benefícios não são comprovados empiricamente, ou seja, **não é possível verificar uma correlação positiva entre a abertura financeira e o crescimento econômico. Assim, é possível sugerir que as finanças globalizadas são marcadas por um caráter instável e especulativo.**

Nessa perspectiva, a natureza financeira, flexível e fiduciária da moeda reserva internacional intensifica as contradições entre os objetivos domésticos da economia central e as necessidades do resto do mundo, quanto às incertezas em relação ao comportamento futuro de variáveis como câmbio e juros. Ademais, esse processo contribui para o aprofundamento de assimetrias entre os países centrais e a periferia econômica. Estas podem ser agrupadas em três tipos (PRATES, 2005): i) *assimetria financeira*: os ativos alocados na periferia são os primeiros candidatos à liquidação nos momentos de aversão global ao risco; ii) *assimetria macroeconômica*: o grau de autonomia das políticas macroeconômicas em países não desenvolvidos é menor; iii) *assimetria monetária*: as diferenças qualitativas entre as moedas nacionais estariam na origem das duas outras assimetrias (moedas “inconvertíveis”).

Nesse contexto, **considerados a hierarquia de moedas, o ciclo de liquidez e o carry trade, países periféricos com alto grau de abertura financeira estão sujeitos ao fenômeno da financeirização da taxa de câmbio que se manifesta em uma grande volatilidade da moeda nacional em relação ao dólar, em uma alta correlação com o ciclo de liquidez internacional, com preços de commodities e outras variáveis financeiras. No caso brasileiro, o processo de abertura financeira confere à taxa de câmbio da moeda brasileira com o dólar o status de uma das moedas mais voláteis do sistema**, extremamente correlacionada aos índices de commodities e sensível ao ciclo de liquidez.

#### 4. Liberalização Financeira e Mercado de Câmbio no Brasil

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante no Brasil, em 1999, ocorreram mudanças significativas no âmbito regulatório do mercado de câmbio e na liberalização dos fluxos de capital entre residentes e não residentes. Inicialmente, logo após a adoção deste novo regime, a política cambial brasileira foi elaborada de tal forma que o BCB atuou esporadicamente no mercado à vista (na ponta vendedora de dólares) e ausentou-se do mercado de derivativos de câmbio. A autoridade monetária brasileira detinha um reduzido raio de manobra na gestão da política cambial em função da proibição do uso de tais instrumentos (regulação sobre derivativos cambiais) circunscrita aos próprios termos estipulados no âmbito dos acordos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) (FARHI, 2006).

Para Prates (2015), este reduzido raio de manobra da política cambial brasileira resultava de um conjunto de três fatores: i) da proibição do BCB de intervir no mercado futuro de câmbio estipulada pelo acor-

4 Como Franco (1998) e Barros e Goldstein (1997), por exemplo.

do firmado junto ao FMI em março de 1999; ii) do baixo volume de reservas disponíveis para intervenções no mercado à vista;<sup>5</sup> iii) e do volume significativo do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Já em janeiro de 2000, uma medida importante foi adotada no sentido do aprofundamento do processo de abertura financeira da economia brasileira: a Resolução nº 2689, que passou a permitir aplicações de não residentes nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições em relação ao tipo de operação e limite de posição, sendo configurada, portanto, um passo importante na abertura financeira referente à entrada de capitais estrangeiros (*inward transactions*).

Em 2002, o uso dos *swaps* cambiais altera o impacto fiscal da política cambial. Antes o governo fornecia *hedge* cambial para os agentes financeiros por meio da venda de reservas e dos títulos indexados ao dólar emitidos pelo Tesouro (NTD-D). Os *swaps* cambiais cumprem papel semelhante a esses títulos, mas o impacto na contabilidade das finanças públicas é distinto, enquanto os títulos tinham impacto direto na dívida bruta, os *swaps* cambiais não constituem passivos públicos e só têm impactos na conta de juros e, conseqüentemente, na dívida, no momento da liquidação da operação, quando há um resultado que pode ser positivo ou negativo.

De acordo com Farhi *et al* (2018), o uso dos *swaps* cambiais teve início em 2002, momento em que houve forte ataque especulativo contra a moeda brasileira, e aumentou consideravelmente após a crise financeira global de 2008. Além disso, no início de 2005, o Banco Central passou a ofertar derivativos de câmbio, os chama-

dos *swaps* reversos, com características opostas às dos *swaps* tradicionais, devido à pressão no sentido da apreciação do real.

O período compreendido entre 2003 e 2007, por sua vez, apresentou algumas mudanças importantes no âmbito da regulação do câmbio. Uma destas mudanças foi a unificação cambial – do mercado de câmbio de taxas flutuantes e o mercado de câmbio de taxas livres – trazida pela Resolução 3.265, de março de 2005.

Adicionalmente, em janeiro de 2006, os bancos foram desobrigados a depositar no BCB, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões, o que ampliou a importância dos bancos domésticos, e suas estratégias de arbitragem e especulação, na formação da taxa de câmbio. Neste período, portanto, foram aprofundadas as medidas no sentido da liberalização financeira no mercado de câmbio brasileiro (PRATES, 2015).

No âmbito da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, modificações importantes ocorreram a partir de 2009, no período seguinte à crise financeira internacional. Conforme já discutido, este período foi caracterizado pelo rápido retorno dos fluxos de capitais e pelos impactos do “tsunami monetário” decorrente das políticas monetárias não convencionais adotadas pelos países centrais (*quantitative easing*). Assim, temendo os impactos deste *boom* no movimento de apreciação do real, a autoridade monetária passou a utilizar instrumentos de administração dos fluxos de capital que modificaram a atuação da política cambial e a institucionalidade do mercado de câmbio.

Nessa direção, o BCB instituiu a aplicação de uma alíquota de 2% do Imposto so-

---

5 Entre março e junho de 1999, o limite de intervenções acertado com o FMI era de US\$ 8 bilhões. Numa nova revisão do acordo, em julho de 1999, esse limite passou a ser de US\$ 3,122 bilhões, sendo que o BCB só poderia utilizar volumes maiores para gerir eventuais pressões sobre a cotação do dólar caso reforçasse suas reservas com captações externas.



bre Operações Financeiras (IOF) sobre as entradas de portfólio (ações e renda fixa):

*“Em ambiente de ingressos líquidos acentuados, em especial para aplicação em renda fixa e variável, os Decretos nº 6.983, de 19 de outubro de 2009, e nº 6.984, de 20 de outubro de 2009, instituíram taxa de 2% de IOF nas operações de câmbio para ingressos de recursos no país, com efeitos em relação aos contratos de câmbio celebrados a partir de 20 de outubro de 2009. Adicionalmente, o Decreto nº 7.011, de 18 de novembro de 2009, instituiu a incidência da alíquota de 1,5% de IOF nas novas emissões de recibos de depósito de ações de companhias brasileiras, a serem negociadas em bolsas estrangeiras. Essa taxa eliminou a arbitragem em favor das American Depositary Receipts (ADRs) contra ações emitidas no Brasil. O IOF passou a ser cobrado somente nas emissões de novas ações, não impactando o mercado secundário”* (BCB, 2009, p. 91).

Adiante, esta alíquota foi sendo elevada até atingir 6% em outubro de 2010, mês em que a autoridade monetária também estabeleceu o primeiro mecanismo de gestão de derivativos cambiais a partir do aumento do IOF de 0,38% para 6% sobre as margens de garantia dos contratos futuros de câmbio.<sup>6</sup> Além disso, segundo Prates e De Paula (2017), o Brasil foi um dos países emergentes que apresentou uma das maiores tendências de valorização cambial entre o segundo trimestre de 2009 e julho de 2011. Nesse contexto, é possível compreender a adoção de um conjunto novo de políticas cambiais. Após a implementação de políticas de administração de fluxos

de capitais a partir de outubro de 2009, a autoridade monetária avançou também no sentido da implementação da regulação sobre derivativos - e no aprofundamento de políticas de regulações prudenciais.

Dessa forma, Mello e Rossi (2017) apresentam que o interesse do governo em atuar ativamente na contenção da apreciação do real ficou claro tanto na diversidade e ineditismo das políticas cambiais adotadas, quanto no plano do discurso econômico. Isto posto, com o consentimento das autoridades monetárias brasileiras e em um contexto marcado pela abundância de liquidez internacional, o BCB passou a agir de forma mais ativa no mercado interbancário de câmbio e no mercado de derivativos. Uma das primeiras ações nesse sentido foi adotada em janeiro de 2011, quando se onerou a posição vendida dos bancos com o recolhimento compulsório não remunerado de 60% sobre posições vendidas em câmbio que excediam US\$ 3 milhões ou o patrimônio de referência dos bancos, “em complementação às medidas de caráter prudencial, com o propósito de promover melhor gerenciamento das posições de câmbio das instituições financeiras” (BCB, 2011, p. 50). Tal regulação desembocou na elevação do custo de captação dos bancos por meio de linhas interbancárias internacionais e também onerou a especulação no mercado futuro (MELLO e ROSSI, 2017).

Assim, com a adoção simultânea de duas frentes de regulação (regulação macroprudencial e regulação sobre derivativos cambiais), a eficácia da política cambial aumentou, de tal modo que o governo brasileiro foi capaz de administrar o nível da taxa de câmbio, mitigando a tendência de valorização da moeda brasileira (PRATES e DE PAULA, 2017). Da mesma maneira, Rossi (2016, p. 153) aponta que a partir de

6 Segundo dados do Ministério da Fazenda, a arrecadação de IOF passou de R\$ 19.244 milhões em 2009 para R\$ 26.601 milhões em 2010, um aumento de 38,2%.

2011, a política cambial brasileira – até então restrita às intervenções com *swaps* e à regulação dos fluxos de capitais – voltou-se para a regulação sobre o mercado interbancário, aumentando o custo das posições vendidas dos bancos. Além disso, com o direcionamento da política cambial para a regulação do mercado de derivativos, a partir de julho de 2011 (Decreto nº 7.536), foi atingido o cerne da especulação cambial que vinha ocorrendo até então pela apreciação da moeda brasileira. Ademais:

*“Essa capacidade de administração da taxa de câmbio pode ser observada no segundo semestre de 2012, em particular entre 4 de julho e 12 de novembro de 2012, quando a taxa de câmbio flutuou no intervalo entre 2 e 2,05 reais por dólar, o que configura a sua menor volatilidade desde o abandono do regime de bandas cambiais em 1999.”* (MELLO e ROSSI, 2017, p. 17).

Entretanto, como discutido em Nicacio e Rossi (2020), essa fase da política cambial teve duração curta e deu lugar aos desmonte dos mecanismos regulatórios. A partir de meados de 2012, a autoridade monetária passou a flexibilizar as medidas macroprudenciais. Desta forma, o Decreto nº 7.699, de 16 de março de 2012, zerou a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais para transações nas quais o valor total da exposição cambial vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior. Tal flexibilização foi justificada sob a alegação do crescimento da aversão ao risco por parte dos mercados financeiros a partir de maio de 2012, que gerariam pressões no sentido da desvalorização da moeda brasileira. Neste contexto, o Decreto nº 7.751, de 14 de junho de 2012, instituiu a redução de 1800 para 729 dias do prazo mínimo médio para a incidência da alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos. Na sequência, o Decreto nº 7.853, de 5 de dezembro

de 2012, reduziu este prazo para 360 dias. Por fim, em meados de 2013, essa tendência é intensificada, de tal forma que ocorre o fim do modelo de atuação de política ativa em meados deste mesmo ano.

Em 2014, foi adotada uma medida que delimitou o abandono do aparato regulatório montado a partir de 2009 e aprofundado entre 2011 e meados de 2013: o Decreto nº 8.263, de 4 de junho de 2014, a partir do qual o prazo médio mínimo dos ingressos de recursos externos sujeitos à alíquota de 6% de IOF foi reduzido de 360 para 180 dias. Segundo a autoridade monetária brasileira, esta medida teve como objetivo favorecer a captação de recursos externos para investimento e a entrada de dólares, bem como conter o movimento de desvalorização do real.

Mais recentemente, em maio de 2017, o Brasil realizou a solicitação formal para ingresso na Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Desde então, as autoridades econômicas vêm tentando avançar no sentido da adequação às normas e códigos da OCDE, as quais cristalizam um conjunto das chamadas “boas práticas internacionais”. Esta maior adequação é, justamente, uma das justificadas apresentadas na exposição de motivos do Projeto de Lei 5387/2019, o qual previu o **estabelecimento de um Novo Marco Legal Cambial no Brasil**.

**A tal “adequação”, na verdade, vai na contramão do debate internacional e além do exigido pela OCDE. A conversibilidade plena da moeda não é exigência da OCDE nem consenso dentre as recomendações de organismos internacionais. A nova posição do FMI em relação à liberalização dos fluxos de capitais após a crise financeira global sustenta que os países membros podem adotar medidas de administração desses fluxos para conter seus efeitos indesejáveis (como apreciação cambial, bolhas de preços de ativos e excessivo crescimento do cré-**

**dito doméstico), incluindo aquelas que discriminem residentes e não-residentes (FMI, 2012).**

As autoridades econômicas brasileiras também justificaram a necessidade da criação do PL com base no argumento de que tais mudanças propiciariam maior modernização, desburocratização e simplificação da legislação cambial brasileira, ignorando, no entanto, os riscos macroeconômicos de tal medida.

Em 30 de dezembro de 2021, a Nova Lei Cambial foi sancionada, sendo que algumas especificidades na nova regulação, bem como alguns prazos para adequação, dependem das definições dadas pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No entanto, **a lei permite ampliar as operações que podem ser liquidadas em moeda estrangeira em território nacional e confere ao BCB a possibilidade de autorizar (mediante legislação infralegal) a abertura de contas em moeda estrangeira no Brasil para pessoas físicas e jurídicas sem restrições. Num país cuja moeda não é aceita em âmbito internacional, o mais provável é que esta medida resulte no uso crescente do dólar (a moeda-chave), limitando a capacidade do BCB de manter**

**a estabilidade financeira, que passaria a depender do seu estoque de reservas cambiais.**

Além disso, a lei permite o endividamento de não-residentes em moeda nacional, o que pode aumentar a vulnerabilidade externa, ao ampliar o tamanho potencial das apostas especulativas contra a moeda nacional. Isto se deve ao fato de que uma expectativa de depreciação pode levar os investidores a se endividarem em reais com o objetivo de comprar dólares para sua posterior revenda, com lucro, caso a moeda brasileira de fato se deprecie

Dessa forma, a Nova Lei Cambial amplia a discussão acerca do aprofundamento do processo de abertura financeira da economia brasileira, iniciado nos anos 90. Naquele período, conforme discutido anteriormente, foram adotadas as chamadas “reformas liberalizantes”, tanto no Brasil como em outras importantes economias da região da América Latina, as quais implicaram numa redução progressiva das restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais, aos moldes do que prescrevia o “Consenso de Washington”.

## Quadro 1 – Principais modificações na regulamentação cambial pós 1999.

Datas	Normas	Descrição	Finalidade
18 de janeiro de 1999	Comunicado nº 6.565	Instituiu o regime de câmbio flutuante no Brasil. O mercado interbancário passa a determinar a taxa de câmbio, sendo que o BCB pode intervir quando necessário para conter flutuações excessivas da taxa de câmbio	Promover maior estabilidade cambial
26 de janeiro de 2000	Resolução nº 2.689	Referente a aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. O investidor externo passa a dever: constituir representante no país, preencher formulário instituído pelo BCB e efetivar registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).	Facilitar a entrada de capitais
04 de março de 2005	Resolução nº 3.265	Unificou o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes e o Mercado de Câmbio de Taxas Livres	Regulamentar operações cambiais
19 de outubro de 2009	Decreto nº 6.983 e Decreto nº 6.984	Institui IOF de 2% nas liquidações de operações de câmbio para entrada de recursos no país, para aplicação no mercado financeiro e de capitais.	Reduzir a excessiva valorização do real no contexto de liquidez internacional abundante
18 de outubro de 2010	Decreto nº 7.330	Elevou de 4% para 6% a alíquota de IOF sobre as liquidações de câmbio para ingresso no país realizadas por investidor estrangeiro para operações no mercado financeiro (renda fixa). Também alterou a alíquota de IOF sobre operações efetuadas por investidor estrangeiro para entrada de recursos destinados à constituição de garantias exigidas por bolsas de valores, de mercadorias e futuros <sup>7</sup> .	Conter a realização de operações financeiras de curto prazo, visando reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio.
6 de janeiro de 2011	Circular nº 3.520	Estabeleceu que as instituições financeiras recolhessem 60% do valor da posição de câmbio vendida sob a forma de depósito compulsório junto ao BCB.	Diminuir a exposição cambial dos bancos em moeda estrangeira.
26 de julho de 2011	Decreto nº 7.536	Fixou a alíquota de IOF nos contratos de derivativos em 1%.	Reduzir as operações especulativas envolvendo derivativos cambiais e reduzir a apreciação cambial.
16 de março de 2012	Decreto nº 7.699	Reduziu a zero a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais para operações nas quais o valor total da exposição cambial vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior.	Diferenciar o derivativo de caráter especulativo daquele voltado ao hedge cambial.

7 Estas garantias são instrumentos de salvaguardas financeiras presentes em negociações no mercado futuro.

13 de junho de 2012	Decreto nº 7.751	Reduziu de 1800 para 720 dias o prazo mínimo médio para a aplicação da alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos.	Reduzir os obstáculos à entrada de capitais.
5 de dezembro de 2012	Decreto nº 7.853	Diminuiu o prazo mínimo médio para a alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos para 360 dias.	Facilitar a captação externa de investimento e capital de giro por parte de empresas e bancos.
04 de junho de 2014	Decreto nº 8.263	Reduziu de 360 para 180 dias o prazo médio mínimo dos ingressos de recursos sujeitos à alíquota de 6% de IOF. Com a alteração, a alíquota de IOF foi reduzida a zero nas operações com prazo médio superior a 180 dias.	Facilitar a entrada de capitais.
30 de dezembro de 2021	Lei nº 14.286/2021	Sancionou a Nova Lei Cambial.	Aprofundar a liberalização cambial e a internacionalização monetária.

Fonte: Adaptado de Nicacio (2020).

## 5. Considerações Finais

A financeirização exacerba a qualidade das moedas nacionais enquanto ativos sujeitos à demanda especulativa dos mercados financeiros. O fenômeno da **financeirização da taxa de câmbio, descrito nesse capítulo, é definido como o aumento da influência financeira na determinação da taxa de câmbio e a crescente importância de agentes e motivações financeiras na precificação das moedas, em detrimento dos fundamentos da economia real.**

Esse fenômeno tem como consequência um padrão de flutuação cambial mais volátil e mais correlacionado com o ciclo de liquidez internacional e com variáveis financeiras. Além disso, está condicionado pela abertura financeira do país e pela estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional, no qual os ciclos de liquidez são determinados pelo centro do sistema, assim como os processos especulativos com o *carry trade*, que dependem da orientação das taxas de juros de países centrais.

Nesse contexto, **a taxa de câmbio real-**

**-dólar é uma das mais voláteis do sistema e das mais correlacionadas com o ciclo de liquidez. No boom internacional, o real é uma das moedas que mais valoriza, na crise, uma das que mais desvaloriza. Essa volatilidade não contribui em nada para o investimento produtivo e para o desenvolvimento econômico.**

Isso ocorre por conta da abertura financeira do país e das características institucionais, como uma taxa de juros estruturalmente alta e um mercado de câmbio permeável à especulação financeira. Essas características podem estar sendo agravadas pela Nova Lei Cambial.

Implementada em 2022, essa lei institui um novo marco legal do câmbio que tem o potencial de exacerbar a financeirização da taxa de câmbio no Brasil ao possibilitar, dentre outras medidas liberalizantes, a disseminação de contas em dólar no Brasil. Consequentemente, o país pode se ver diante de um aumento da volatilidade cambial, da correlação com o ciclo de liquidez e de episódios de fugas de capital.

## Referências

- BARROS, J. R. M.; GOLDENSTEIN, L. (1997). Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17.
- BCB. (2011). Relatório Anual, v. 47, p. 1-224. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2011/rel2011p.pdf>.
- BIANCARELLI, A. M. (2007) Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese (doutorado) — Instituto de Estudos da Linguagem, Universidade de Campinas, Campinas, 2007.
- BIANCARELLI, A. (2010). A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In Carneiro, R. & Marcolino, L. C. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude.
- CARNEIRO, R. (2008). Globalização e inconvertibilidade monetária, *Revista de Economia política*, v.28, n.4 (112), p. 539-556.
- CARVALHO, F.C. (1992). Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana. In Silva, M.L.F., Moeda e Produção: Teorias Comparadas. Brasília: Editora Universidade de Brasília.
- CHICK, V. (2010). Sobre moeda, método e Keynes: ensaios escolhidos. Campinas, SP: Editora da Unicamp.
- COHEN, B. J. The future of money. Princeton: Princeton University Press, 2004.
- DAVIDSON, P. (1972). Money and the real world. *The Economic Journal*, v. 82, n. 325, p. 101-115.
- DE CONTI, B. M. (2011). Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.
- DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, n. 2, p. 341-372.
- FARHI, M. (2006). O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *Política Econômica em Foco*, (7), 152-183.
- FARHI, M., PRATES, D. M., & ABOUCHEDID, S. (2018). Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. *O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros*, p. 13.
- FMI (2012) The liberalization and management of Capital Flows: na institutional view. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
- FRANCO, G. H. (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3.
- FRITZ, B; PAULA, L. F; PRATES, D.M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15, n. 2, 208–218.
- KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego do juro e da moeda. São Paulo: Atlas, 1992 [1936].
- KOHLER, M. (2010). Exchange rates during financial crises. *BIS Quarterly Review*.

McCAULEY, R. N.; McGUIRE, P. (2009). Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. *BIS Quarterly Review December*.

MELLO, G.; ROSSI, P. (2017). Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. *Textos para discussão*, Instituto de Economia UNICAMP, n. 309.

MINSKY, H. P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Heaven: Twentieth Century Fund Report.

MIRANDA, J. C. A economia monetária. In: CARNEIRO, R. (Org.). Os clássicos da economia 2. São Paulo: Ática, 2003.

NICACIO, A. C. (2020). Financeirização, política cambial e o padrão de flutuação da taxa de câmbio: uma análise da experiência brasileira entre 1999 e 2018. Dissertação de Mestrado - IE/ UNICAMP.

NICACIO, A. C.; ROSSI, P. Fases da política cambial no Brasil de 1999 a 2018. *A ECONOMIA EM REVISTA*, v. 28, p. 1-12, 2020.

OCAMPO, J. A. (2001). International asymmetries and the design of the international financial system. ECLAC.

PALLEY, T. (2007). Financialization: What it is and why it matters. Levy Economics Institute Working Paper, 525.

PAULANI, L. M. (2017). Não há saída sem a reversão da financeirização. *Estudos Avançados*, v. 31(89), p. 29-35.

PRATES, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de economia contemporânea*. 9(2): 263-288, mai./ago. 2005.

PRATES, D. M. (2015). O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999 – 2012: especificidades e dilemas. IPEA.

PRATES, D. M.; PAULA, L. F. D. (2017). Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 37(1), p. 108- 129.

RAMOS, R. (2016). Financialization and its Implications on the Determination of Exchange Rates of Emerging Market Economies. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.

ROSSI, P. (2014). Especulação e arbitragem no mercado brasileiro de câmbio futuro. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 18, n. 1, p. 84-98.

ROSSI, P. (2015). Política cambial no Brasil: um esquema analítico. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 35, 708-727.

ROSSI, P. (2016). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Editora FGV.

SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e sociedade*, v. 11, n. 2, p. 237-253.

# 7 A Base Financeira da Retomada do Desenvolvimento

*Ladislau Dowbor<sup>1</sup>*

“A desigualdade é antes de tudo uma construção social, histórica e política”

(Thomas Piketty)<sup>2</sup>

## Resumo

A revolução digital está tendo impactos tão profundos quanto em outra era teve a revolução industrial. O que chamamos de capitalismo tem as suas raízes na industrialização, que envolveu transformações tecnológicas, mas também relações sociais de produção, com o trabalho assalariado e o lucro do capitalista, além de um marco jurídico centrado na propriedade privada dos meios de produção.

Com a revolução digital, que envolve uma expansão radical das tecnologias, bem como a generalização da economia imaterial, a conectividade global, o dinheiro virtual e o trabalho precário, a própria base da sociedade capitalista se desloca. Em particular, a apropriação do produto social por minorias já não exige geração de emprego e produção de bens e serviços. Passa pela intermediação do dinheiro, do conhecimento, das comunicações. Onde dominava a fábrica hoje temos plataformas em escala planetária, que exploram não só as pessoas, por exemplo através do endividamento, mas também as próprias empresas produtivas através dos dividendos pagos a acionistas ausentes.

O presente artigo está centrado precisamente no que está mudando, naquilo que ainda chamamos de modo de produção capitalista. A atividade industrial permanece, sem dúvida, como permaneceu a atividade agrícola diante da revolução industrial, mas o eixo de dominação e controle já não está nas mãos dos capitães da indústria, está nas mãos dos gigantes financeiros como Blackrock, de plataformas de comunicação como Alphabet, de ferramentas de manipulação como Facebook, de intermediários comerciais como Amazon – e do próprio processo de financeirização que tais agentes engendram.

O mecanismo de apropriação do excedente social mudou, e com isso mudou a própria natureza do sistema. Estamos no meio de uma transformação profunda da sociedade, nas suas dimensões econômicas, sociais, políticas e culturais, gerando o que tem sido chamado de crise civilizatória. Estamos transitando para outro modo de produção, e o presente artigo detalha os novos mecanismos, sem deixar de apontar para algumas alternativas de enfrentamento e superação.

---

1 Ladislau Dowbor é economista, professor titular da PUC-SP, autor de numerosos livros, artigos e estudos técnicos, disponíveis gratuitamente online no site [www.dowbor.org](http://www.dowbor.org)

2 Thomas Piketty, *Histoire de l'égalité*, 2021, p. 20 «L'inégalité est avant tout une construction sociale, historique et politique.



## 1. Introdução

A desigualdade é o principal desafio estrutural da sociedade brasileira, e os caminhos que temos pela frente, para a retomada do desenvolvimento, envolvem o seu enfrentamento. Isso exige repensar o papel do Estado e também o conjunto da organização econômica e social. No Brasil não faltam recursos, mas são canalizados para elites improdutivas, e administrados de forma absurda. A financeirização é hoje um desafio mundial, mas no Brasil atingiu dimensões grotescas. O presente artigo analisa os mecanismos básicos da deformação que trava o país, e aponta caminhos. Não há soluções administrativas se não enfrentamos o principal desafio político, que é o das formas de produção, distribuição e apropriação dos recursos da sociedade, pela sociedade.

Em diversas eras e sociedades, a apropriação do produto social por minorias sempre esteve no centro da organização da sociedade como um todo. O ponto de partida é a própria existência do excedente social. Quando a produtividade de uma sociedade se eleva, permitindo que se produza mais do que o básico necessário para as famílias, aparecem elites que reivindicam, por alguma razão, e com justificativas mais ou menos duvidosas, o direito a ter mais do que os outros, apropriando-se do produto de terceiros.

No modo de produção escravagista, apropriavam-se do que produziam os escravos, uma apropriação baseada na força, e explicada como legítima propriedade de pessoas. Quando Lincoln consegue que se aprove, no século 19, o fim da escravidão, não se indenizaram os escravos, e sim os donos de escravos, por perderem “propriedade”. Sempre houve explicações, que hoje chamamos de narrativas, para justificar o absurdo: eram pretos, ou selvagens, ou não teriam alma, como se dizia na época, ou ainda foram capturados em “guerra justa”,

como também se dizia. O essencial era que produzissem um excedente, que permitia o luxo dos proprietários e o financiamento da repressão aos numerosos levantes. Era o modo de produção escravagista, injusto, mas estável, que durou muitos séculos, inclusive com leis que regiam o sistema da propriedade de seres humanos e religiões que as sacramentavam. A razão do mais forte é sempre a mais justa.

No sistema feudal, elites se apropriaram da terra, base de qualquer economia antes que surgissem as máquinas. Os senhores feudais, por razões diversas, mas essencialmente por disporem de armas e fortificações, em luta uns com os outros, terminavam por delimitar os feudos, sendo que a população rural que vivia nas terras não seria propriedade do aristocrata, mas seria sim regida por sistemas complexos de obrigações que proibiam que deixassem o feudo. Os homens eram servos, serviam. O excedente produzido era apropriado, na idade média e em grande parte da renascença – na Rússia até 1917 – pelos “senhores”. Os trabalhadores da terra eram obrigados a ceder aos aristocratas grande parte da sua produção, riqueza que permitia que o nobre tivesse um castelo, vivesse com luxo, e pudesse pagar a tropa que assegurava que o sistema se mantivesse.

Aqui também houve inúmeras revoltas e repressões. Parte do excedente servia também para sustentar os conventos, numa religião que, a partir do século IV, se alia aos poderosos, e justificava o sistema como vontade divina. As leis asseguravam a coerência do sistema, as regras do jogo, por assim dizer, inclusive, por exemplo, na Europa, o *jus primae noctis*, que dava ao aristocrata o direito de se apropriar da primeira noite de casamento de uma camponesa. Os poderosos gostam da legalidade, conquanto sejam eles a fazer as leis. E para os que as contestavam havia também a inquisição e outros sistemas repressivos. De toda forma, era um modo de produção,

também durou séculos, definido por uma base econômica, a terra, relações sociais de produção, a servidão, e formas de extração do excedente sob a forma de imposições de diversos tipos. O conjunto era regido por regras, em boa parte respeitadas. A apropriação do excedente era baseada nas leis, justificadas pelo sangue azul dos nobres, sancionada pela igreja com narrativas, e garantida pela repressão militar. Os bailes de Versalhes ou de Viena tinham de ser financiados por alguém. Witold Kula, um historiador polonês, escreveu para o sistema feudal o que Marx escreveu para o sistema capitalista. Era um sistema, um modo de produção.

Ainda que os dois sistemas que mencionamos acima, o escravagista e o feudal, nos pareçam hoje historicamente distantes, precisamos lembrar que a escravidão no Brasil existiu até o fim do século 19, nos Estados Unidos até a Guerra de Secessão, que a exploração das populações colonizadas era geral e durou até meados do século passado, e que o sistema de *apartheid* durou até ontem na África do Sul e perdura ainda na Palestina. Nem os Estados Unidos nem o Brasil lograram ainda absorver e ultrapassar a opressão e as desigualdades herdadas do passado escravagista, a África enfrenta penosamente a reconstrução necessária. O passado não é assim tão distante. É um rabo longo que demora a passar. Em muitas nações erigidas em países, ainda é estruturalmente decisivo.

O modo de produção capitalista nos aparece com outro nível de legitimidade. Na base da transformação esteve o avanço científico, a revolução energética, o aumento da produtividade e, portanto, a possibilidade de gerar um ciclo sustentado de enriquecimento social. O *Liberté, Egalité, Fraternité* da revolução francesa ecoou pelo mundo. Com o Iluminismo, a busca dos valores na sociedade passara a abrir frestas no obscurantismo, reduzira-se o número de mulheres queimadas como

bruxas (“não permitirás que as bruxas vivam” instrui a bíblia, Exodus 22:18), geraram-se a visão de enriquecimento como fruto legítimo do esforço, e o conceito do mérito como virtude. A narrativa evoluiu. O trabalhador passou a ter a liberdade de pedir emprego e de ser explorado. A revolução industrial trouxe outro nível de produtividade, aumentou a prosperidade, mas não para todos. Um avanço, sem dúvida, e o mecanismo de exploração evoluiu, mas se mantém, as narrativas mudam, e a repressão se moderniza. Em particular, a exploração e a violência mais direta se deslocam para o Sul.

No estudo *A Formação do Terceiro Mundo* apresentamos a dimensão global que o capitalismo adquire, em que a industrialização da Inglaterra, sistema bem capitalista, se apoiou na reprodução da escravidão nos Estados Unidos e outros países que lhe forneciam matéria prima. O capitalismo do império britânico não teve reticências em usar de escravidão, trabalho forçado e massacres em diversas partes do mundo, e hoje assistimos impressionados a Inglaterra se desculpando pelo que fez na Índia e tantos outros países, a França pedindo desculpas a países africanos pelas violências do passado, os Estados Unidos pelo que fizeram no Irã. Daqui a alguns anos irão se desculpar pelo que fizeram no Afeganistão. Lembremos que a Bélgica, no Congo, foi responsável por milhões de mortes, processo documentado no estudo *O Fantasma do Rei Leopoldo*. A prosperidade dos países hoje ricos não se deve apenas à produtividade e racionalidade do sistema capitalista. A *fraternité* tem claros limites. Muitos até hoje não se dão conta dos subsistemas primitivos em que se apoiou o chamado liberalismo capitalista. O Brasil contribuiu muito.

Em termos gerais, o sistema capitalista dos países ricos se baseou em articulações com sistemas pré-capitalistas nos países colonizados ou simplesmente dependen-

tes. Samir Amin, em livro clássico, chamou corretamente este sistema de “acumulação do capital em escala mundial”. Essa dimensão da acumulação permitiu uma apropriação do excedente, por meio da exploração dos trabalhadores e apropriação da mais valia nos países centrais, mas também por meio da exploração colonial direta ou a troca desigual, com a narrativa de trazer a civilização aos povos primitivos, e evidentemente com a força militar. A religião, frequentemente, aqui também serviu de bálsamo civilizatório. Isso foi ontem, meus anos de universidade eram contemporâneos com as lutas de libertação nas colônias. Hoje temos países independentes, que podem decidir livremente por quem serão explorados, se por sistemas de endividamento ou de troca desigual, ou ambos. A exploração muda de forma, as narrativas atualizam o discurso, o controle militar se torna mais sofisticado. Mas estamos sempre servindo às elites.

## 2. O Equilíbrio Precário: produzir para quem?

Essa pequena retrospectiva introdutória nos ajuda a lembrar a que ponto a barbárie que hoje nos chocaria – a escravidão, a servidão, o colonialismo, o apartheid – ainda é próxima, e a que ponto sobrevive e penetra em nosso cotidiano. Basta olhar a cor das pessoas nas nossas favelas ou nos bairros das periferias urbanas e nas prisões nos Estados Unidos.

Também devemos atentar para o impacto que têm as diversas formas de organização dos países em desenvolvimento, não só porque seguem em grande parte especializados em produtos primários, o que trava a modernização, mas porque quem exporta precisa da mão de obra apenas para o trabalho, não para o consumo: o produto vai para o mercado externo, e o consumo das elites é em boa parte garantido por produtos importados. Para quem produz para o mercado externo, e importa os produtos

acabados, não é indispensável o poder de consumo dos seus trabalhadores. Em pleno século XXI no Brasil, a reprimarização gera o mesmo desprezo pela elevação da capacidade de consumo da população.

A miséria impressionante dos trabalhadores, coisa que vemos até hoje no que chamamos de países em desenvolvimento, mesmo com tecnologias as mais avançadas, resulta dessa forma de acumulação de capital, em que dinamizar a capacidade de compra da base da sociedade não é essencial, pois o ciclo de acumulação se fecha no exterior. Assim que há modernização tecnológica, mas com pouca transformação das relações sociais, perpetuando a desigualdade. É a herança social da relação Norte-Sul.

O leitor interessado nesse mecanismo poderá consultar o meu *Formação do Capitalismo no Brasil*. A ideia essencial, que tive oportunidade de discutir tanto com Samir Amin como com Caio Prado Júnior, é que o ciclo de reprodução do capital dos países pobres se fecha no exterior, e a troca desigual e o endividamento asseguram o resto. A modernidade tecnológica convive sem problemas com exploração em grande medida pré-histórica.

Nos próprios países industrializados, no chamado Ocidente que representa cerca de 15% da população mundial, a tensão entre aumentar a exploração e assegurar a capacidade de compra da população se colocou com força. Foi preciso o mundo capitalista dominante enfrentar a crise de 1929 para que se tomasse consciência de que não basta produzir, é preciso assegurar o consumo, para fechar o ciclo de acumulação de capital. As exportações para os países mais pobres, em troca das matérias primas, não seriam suficientes, e o *New Deal* de Roosevelt tem na sua essência a geração, por meio do Estado, de maior capacidade de compra por parte da população em geral. Sherwood, que escrevia os discursos de Roosevelt, detalhou o

programa em brilhante livro, *Roosevelt and Hopkins*. Hopkins foi importante na execução do *New Deal*.

A Guerra de Secessão, nos anos 1860, além da libertação dos escravos, tinha rompido o ciclo colonial do algodão, trocado por importações britânicas, interiorizando o ciclo de reprodução de capital, nas novas relações entre o nordeste industrial e o sul produtor de matéria prima. Mas foi o *New Deal* que gerou uma incorporação ampla da população americana na prosperidade. O consumo na base da sociedade, financiado inicialmente pelo Estado, gerou demanda, logo redução dos estoques acumulados nas empresas, e em seguida a retomada da produção, então aumento do emprego, gerando ainda mais demanda, permitindo um ciclo de acumulação do capital desta vez de forma equilibrada.

Entre os aportes de Keynes, que demonstrou a necessidade de se assegurar a demanda agregada, o impacto do sucesso do *New Deal*, e o bom senso de um Henry Ford afirmando que bons salários eram necessários para que os seus carros fossem comprados, abriu-se uma nova visão, a do *Welfare State*, Estado de Bem-Estar. Não se podia mais dizer que os trabalhadores só teriam a perder suas cadeias. Por uma vez, e em particular durante os 30 anos “gloriosos” do pós-guerra, tivemos uma dinâmica impressionante nos países ricos, com o equilíbrio da capacidade de produção e da demanda social, da dinâmica empresarial e do investimento público. Em termos políticos, gerou-se a socialdemocracia.

Lembremos, uma vez mais, que para uma economia exportadora de bens primários que importa bens industrializados, o mercado está no exterior, expandir os empregos e aumentar os salários dos trabalhadores não seriam prioridades. Angola exporta petróleo e importa bens de consumo para as elites. Na América Latina, quando se tenta democratizar a economia, voltam ditaduras. Podemos ter democracia, con-

quanto não a usemos: o resultado é democracia política formal, o voto, sem a democracia econômica.

A pandemia apenas veio escancarar a fratura econômica, política e social. No Brasil, hoje um dos maiores exportadores de produtos agrícolas do mundo, temos 19 milhões de pessoas que passam fome, e 116 milhões em situação de insegurança alimentar, em pleno 2021. Com um andar acima em termos de tecnologia e de volumes de extração, chegamos a um novo tipo de tecno-colonialismo. Com algumas exceções, tais quais a China e alguns outros tigres asiáticos, a fratura planetária do capitalismo se tecnifica, mas se aprofunda.

O que fazer?

### **3. Estado, Empresa e Sociedade Civil**

Na realidade, como nos lembra Mariana Mazzucato no seu excelente *O Estado Empreendedor*, a dinâmica dos anos gloriosos do pós-guerra foi fruto da forte participação das iniciativas públicas. Por um lado, porque o Estado assegurou um sistema tributário progressivo que permitia manter um razoável equilíbrio social, por meio de um conjunto de políticas redistributivas. Por outro lado, o Estado assumiu uma série de políticas como executor, em particular expandindo o acesso gratuito e universal aos serviços de saúde, à educação, à segurança, às infraestruturas básicas e outros setores, que tanto melhoraram o bem-estar das famílias, com o acesso aos bens e serviços de consumo coletivo, como melhoraram a produtividade da economia ao expandir infraestruturas como transporte, energia, telecomunicações, água e saneamento básico, investimentos esses que facilitam muito o funcionamento das próprias empresas privadas. Os sistemas públicos de pesquisa, que podem se dar ao luxo de desenvolver a chamada pesquisa fundamental, trouxeram as principais inovações científicas, desde o DNA até os microprocessadores, a internet e tantas

outras transformações tecnológicas. Até a telinha do celular que podemos manipular com um dedo resulta de pesquisa em instituições públicas, ainda que para nós apareça como Samsung ou Apple. O Estado não foi o problema, foi parte muito importante das soluções.

As organizações da sociedade civil, tanto sindicatos como inúmeras organizações não-governamentais, complementaram o equilíbrio do conjunto, o que poderíamos chamar de arquitetura social, processo decisório equilibrado pela convergência organizada dos diferentes interesses. Essa dimensão muito subestimada do equilíbrio político geral é essencial. Setores que se agigantaram na sociedade, como saúde, educação, segurança e outras políticas sociais não se colocam nas prateleiras de supermercados, são serviços capilares que têm de chegar a cada criança, a cada pessoa, em cada rua, de maneira diferenciada e personalizada, exigindo gestão descentralizada e participativa. A sociedade organizada na base é essencial para o sistema funcionar. O sueco médio participa de 4 organizações não governamentais, acompanha a escola do bairro, as políticas ambientais, o orçamento da cidade. Kroeber, no seu excelente *China's Economy*, constata que a China é ainda mais descentralizada do que a Suécia. Democracia resumida ao voto é uma construção frágil.

Este modelo de acumulação de capital, com um razoável equilíbrio do Estado, das empresas e da sociedade civil, em que pesem as desigualdades e em particular os dramas dos países em desenvolvimento, representou um modelo de acumulação de capital dinâmico e que ainda povoa o nosso imaginário quando falamos de capitalismo, do modo de produção capitalista. Mas o capitalismo que hoje predomina mudou, e não dá muita importância às nossas saudades. O essencial, ao examinarmos as transformações em curso, é que o capitalismo da fase socialdemocrata explorava

os trabalhadores, mas para explorar um trabalhador precisaria pelo menos assegurar-lhe um emprego: é o condicionamento e limitação da mais valia extraída por baixos salários. Por outro lado, para ter para quem vender os produtos, cujo volume se expandia com as novas tecnologias, precisaria limitar a exploração, assegurar salários mais decentes e políticas sociais, e gerar empregos.

Nesse modelo de acumulação, portanto, a apropriação do excedente social pelas elites encontrava limites, tanto pela forma de geração de mais valia, baseada na exploração salarial, como pela necessidade de manter uma elevada demanda agregada, para ter para quem vender. Seria realista também lembrar que a presença de um urso poderoso no Leste tendia a tornar os capitalistas mais flexíveis em termos políticos. Tudo isso iria mudar, levando a um deslocamento profundo no cerne do modo capitalista de produção, que é o mecanismo de acumulação do capital, a forma de geração e de apropriação do excedente social.

Os “trinta anos gloriosos” do pós-guerra foram um sucesso, limitado aos hoje países desenvolvidos, e duraram, precisamente, apenas 30 anos. Os capitalistas se apropriaram da glória do sucesso, proclamando o livre-mercado, a propriedade privada e a livre-iniciativa como solução definitiva para a humanidade. *There is No Alternative (TINA)*, proclamou Margareth Thatcher. O Estado não é a solução, o Estado é o problema, ecoou Ronald Reagan. Milton Friedman daria um lustro acadêmico com a profundidade do *The Business of Business is Business*, os especuladores de Wall Street passaram a repetir em todo fechamento da Bolsa o seu *Greed is Good*. Os economistas montaram inúmeros modelos, baseados na simplificação de que não há sociedade, e sim indivíduos, e de que os indivíduos podem ser simplificados como maximizadores de vantagens individuais, tornando-se

previsíveis. A economia política virou "ciência econômica". Nascia o neoliberalismo. Robert Reich resume: "*A economia migrou de produzir coisas para produzir instrumentos financeiros. Empreendedores de produtos foram substituídos por empreendedores financeiros.*"<sup>3</sup> O capitalismo hoje navega na lembrança de um passado que funcionou, mas é passado, legitimidade emprestada.

#### 4. O Capitalismo Financeiro

A fase do capitalismo razoavelmente equilibrado, nos países ricos, tanto com o New Deal dos Estados Unidos desde os anos 1930, como de maneira mais generalizada no pós-guerra, caracterizando o Estado de bem-estar, encerra-se praticamente no final dos anos 1970, com a evolução muito acelerada para o hoje chamado neoliberalismo. Aqui nos interessa a mudança no cerne do sistema, que é o mecanismo de apropriação do excedente social. Na fase anterior, o capitalista, para enriquecer, precisava pelo menos produzir e gerar empregos, e inclusive pagar impostos, o que enriquecia a sociedade.

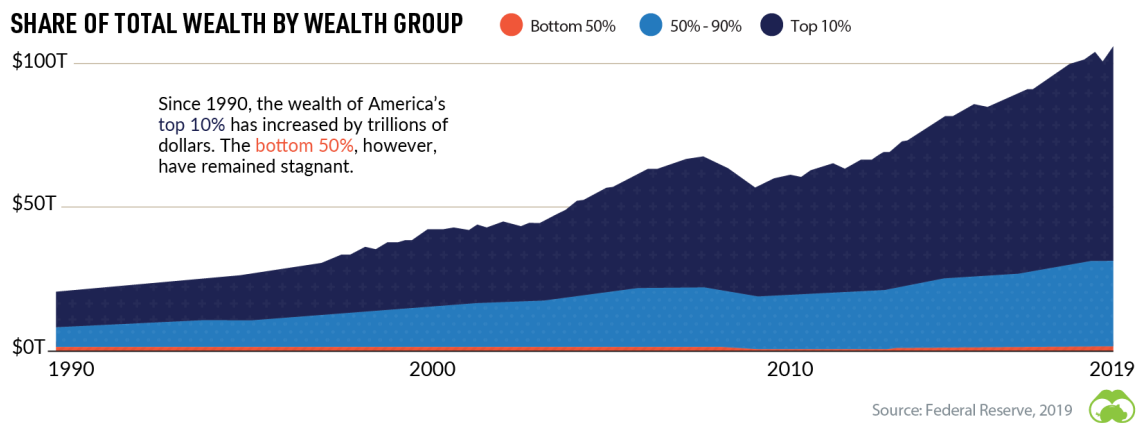
Na fase que se inaugura no final dos anos 1970, o capitalista descobre que os mecanismos financeiros podem lhe garantir enriquecimento com muito menos esforço, e sem tantos constrangimentos. Desta maneira, os quarenta anos seguintes do capitalismo se caracterizam por um aumen-

to radical da desigualdade, uma explosão de fortunas no topo da pirâmide social, e um ritmo muito fraco de crescimento real, apesar dos impressionantes avanços tecnológicos. O contraste destas mudanças estruturais é significativo, pois os avanços tecnológicos, possibilitando o aumento da produtividade, deveriam permitir tanto a aceleração do crescimento como o aumento geral da prosperidade.

O gráfico que segue apresenta a evolução do acesso à riqueza nos Estados Unidos. Os anos 80, como sabemos, foram considerados como "a década perdida", mas o capitalismo dominante estava se orientando para novas formas de acumulação, centradas no capital financeiro. Em tom escuro, vemos a acumulação extraordinária de riqueza pelos 10% mais ricos, no tom mais claro a evolução dos 50% a 90% que constituem aproximadamente a classe média, e a linha milimétrica e estagnante na base do gráfico mostra a paralisia econômica dos 50% mais pobres da população. São 30 anos de acumulação radicalmente desigual, contrastando com a fase do pós-guerra. Não é misterioso que a base da sociedade norte-americana, que nas últimas décadas, com democratas ou republicanos, se viu excluída do processo econômico, tivesse aderido com tanta força à política do ódio, à anti-política.

---

3 Robert Reich - *The System: who rigged it, how we fix it* – Alfred A. Knopf, New York, 2020 – p.31 - "The economy turned from making things to making financial instruments. Product entrepreneurs were replaced by financial entrepreneurs."



Fonte: <https://www.visualcapitalist.com/5-undeniable-long-term-trends-shaping-societys-future/>

A pandemia escancarou o processo, na medida em que o contraste entre a paralisação das economias e o crescimento acelerado das fortunas tornou óbvio que o modelo de acumulação se tornara disfuncional. Mas a transformação se dá desde os anos 1980. Thomas Piketty traz os dados da World Inequality Database (WID): “Os tempos têm sido particularmente acelerados para os que estão mesmo no topo nos Estados Unidos, com a renda anual explodindo em 205% desde 1980 para o 1% superior, e em 636% para o 0,001% superior.”<sup>4</sup> São dados absolutamente explosivos, sem relação com o ritmo de expansão da produção de bens e serviços, de apenas alguns pontos percentuais. Trata-se de um enriquecimento em ritmo muito mais elevado do que o que permitia a exploração do trabalhador, no quadro da tradicional mais-valia. Piketty deixa isso claro, no mesmo texto: “A importância crescente da renda derivada do capital – e a crescente concentração de riqueza – têm sido vetores-chaves da desigualdade. Os ricos estão ficando mais velhos, e uma parte crescente da sua renda provém da propriedade de capital passivo em vez de trabalho ativo.”

Importante aqui é que Piketty se refere à “renda que provém da propriedade de capi-

tal passivo e não do trabalho ativo”, o que é profundamente diferente de lucro que provém da reprodução ampliada do capital, de empresas produtoras de bens e serviços, que geram valor superior aos seus custos, em particular explorando a mão de obra. Aqui, trata-se de “renda derivada de capital passivo”, com o ‘capital’ entendido como recurso financeiro aplicado em produtos financeiros, rendendo juros e dividendos sem o aporte produtivo correspondente. No ciclo de reprodução de capital que conhecemos, dinheiro que gera processos produtivos, que por sua vez geram mais dinheiro, no clássico  $D - P - D'$ ,<sup>5</sup> o P tornou-se desnecessário para essa classe de capitalistas. David Harvey escreve com razão que se trata de patrimônio, não de capital, na medida em que não são recursos que giram e se ampliam no processo de acumulação de capital. ‘Capital passivo’ não é capital, mais bem ‘capital fictício’ como o chamava Marx.

Só o crescimento exponencial de enriquecimento por mecanismos financeiros poderia assegurar este nível de enriquecimento no topo, sem base produtiva correspondente. O *Inequality.org* mostra, por exemplo, que em 2020 a riqueza acumulada da metade mais pobre da população americana era de

4 Guardian, December 14, 2017 – Thomas Piketty et al., launching the World Inequality Report - <https://www.theguardian.com/inequality/2017/dec/14/inequality-is-not-inevitable-but-the-us-experiment-is-a-recipe-for-divergence>

5 A saber: D = dinheiro/capital; P = produção (de bens e serviços).

US\$1,1 trilhão, enquanto 719 bilionários detêm US\$4,56 mais de quatro vezes mais. São 719 pessoas. O número de bilionários no mundo, em 2020, pulou de 660 para 2.750. Os 20 indivíduos mais ricos no mundo detêm mais riqueza que toda a metade inferior da humanidade.<sup>6</sup> Lembremos que o crescimento anual efetivo da produção de bens e serviços no mundo é da ordem de 2,5%. Se tirarmos a China é menos ainda.

A apropriação do excedente social por minorias improdutivas, como vimos, existiu em diversas épocas e com diferentes formas de organização social, mas volta hoje com uma escala e um ritmo de enriquecimento novos. Não é nova a exploração da sociedade por improdutivos, mas sim o fato do processo ter atingido dimensões que transformam o conjunto da sociedade. Quando empresários, que poderiam investir na produção, constatam que é mais lucrativo investir em produtos financeiros, ou lucrar com mais dividendos sobre ações que eles mesmos recomparam, é a base mesma da acumulação de riqueza que se desloca. Não mais o capitalismo de fortunas merecidas, na medida em que geravam mais produtos e crescimento econômico: trata-se de rentismo.

Oren Cass, diretor executivo do *thinktank* conservador American Compass, se refere

às empresas que adotam o sistema como *"Eroders"*, que geram uma erosão do próprio sistema produtivo. *"Um eroder é um tipo estranho de empresa que parece consumir os seus próprios órgãos para o benefício de curto prazo dos seus acionistas. Ainda que nem todas as empresas entrem nessa categoria, a grande maioria o faz, representando 90% da capitalização de mercado do último meio-século."* Essa erosão, segundo Cass, *"representa uma grave ameaça à prosperidade futura da América."* Não é só no Brasil que ocorre a desindustrialização, contraface da financeirização estéril ou usurária.

*"O problema – escreve Oren Cass – aparece quando o setor financeiro deixa de servir a economia real e ao invés disso a economia real passa a servir ao setor financeiro...Os ativos da economia real tornam-se apenas o meio que o setor financeiro usa para desenvolver uma variedade de atividades não-investidoras (non-investment activities) para o seu próprio lucro...Empresas que não investem em si mesmas estão travando a sua própria produtividade, o que implica em salários mais baixos para os seus trabalhadores. Pagamentos massivos para os acionistas beneficiam essencialmente (overwhelmingly) os ricos, que são donos da maior parte do dinheiro no mercado de ações."*<sup>8</sup>

---

6 Inequality.org – April 19, 2021 – "\$1.1 trillion is the current combined wealth of the 165 million Americans in the nation's poorest half. The nation's 719 billionaires now hold \$4.56 trillion in wealth, over four times as much... The worldwide billionaire population, meanwhile, has leaped by 660 over the past year, to over 2,750. The world's 20 richest individuals now hold more wealth than the entire bottom half of humanity." <https://mail.google.com/mail/u/0/?zx=iymwzkb36ps#inbox>

7 Oren Cass, *The corporate erosion of capitalism*: "An Eroder is a strange type of firm that seems to harvest its own organs for its shareholders' short-term benefit. While not all firms fit these categories, the vast majority do, accounting for 90% of market capitalization over the past half century." <https://americancompass.org/essays/the-corporate-erosion-of-capitalism/>

8 Oren Cass - Washington Post, April 2, 2021 - "The problem arises when the financial sector stops serving the real economy and instead the real economy serves the financial sector," Oren Cass said. "The assets in the real economy become merely the medium that the financial sector uses to conduct a variety of non-investment activities for its own profit..." Cass, however, views declining business investment as a driver of many of the ills facing the American economy today. Companies that don't invest in themselves are hindering their own productivity, which means lower wages for their workers. Massive shareholder payouts overwhelmingly benefit the rich, who own most of the money in the stock market" [https://www.washingtonpost.com/business/2021/04/02/wall-streets-fixation-quick-profits-wreaking-havoc-real-economy-report-says/?utm\\_campaign=wp\\_post\\_most&utm\\_medium=email&utm\\_source=newsletter&wpisrc=nl\\_most&carta-url=https%3A%2F%2Fs2.washingtonpost.com%2Fcar-ln-tr%2F31937e5%2F60673e869d2fda1e56de9123%2F597717059bbc0f6826c041ab%2F46%2F68%2F60673e869d2fda1e56](https://www.washingtonpost.com/business/2021/04/02/wall-streets-fixation-quick-profits-wreaking-havoc-real-economy-report-says/?utm_campaign=wp_post_most&utm_medium=email&utm_source=newsletter&wpisrc=nl_most&carta-url=https%3A%2F%2Fs2.washingtonpost.com%2Fcar-ln-tr%2F31937e5%2F60673e869d2fda1e56de9123%2F597717059bbc0f6826c041ab%2F46%2F68%2F60673e869d2fda1e56)



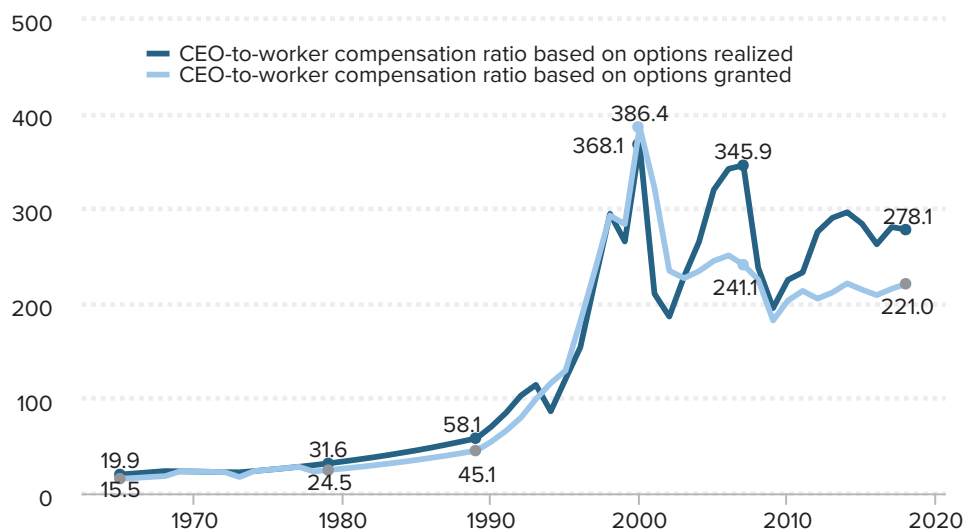
A visão de *eroder*, do capitalista que drena a própria capacidade produtiva da empresa, se aproxima muito do conceito de *parasita* que mata o próprio hospedeiro, o *killing the host*, de Michael Hudson: “Essas dinâmicas são diferentes das que regem o capitalismo industrial, e na realidade solapam a economia industrial ao desviar recursos dela para pagar ao setor financeiro e aos seus clientes rentistas.”<sup>9</sup> No Brasil, o exemplo da Samarco, que preferiu privilegiar o pagamento de dividendos aos acionistas e bônus aos executivos do que melhorar a barragem, é neste sentido muito claro. Como a remuneração dos executivos é diretamente ligada aos dividendos repassados aos acionistas, que são do Brasil, mas também de qualquer parte do mundo, nos chamados “mercados”, gera-se uma solidariedade entre os dois níveis, acionistas e executivos, no sentido de maximizar a dinâmica extrativa. O resultado é o prejuízo da própria empresa, na sua ca-

pacidade produtiva, e aumento de riqueza financeira, que no caso deixa de ser capital, e se torna patrimônio. O rentista moderno gosta de se qualificar de capitalista, mas é mais próximo do Mercador de Veneza do que do Capitão de Indústria do século passado.

A mudança da orientação do processo decisório nas empresas produtivas é, para tanto, essencial. A convergência de interesses entre acionistas que recebem dividendos extorsivos, e os executivos das empresas, leva a uma explosão dos níveis de remuneração dos dirigentes empresariais, às custas dos trabalhadores, mas também às custas da capacidade de investimento produtivo das próprias empresas. No gráfico abaixo, vemos que enquanto nos anos 1970 a remuneração dos executivos americanos estava na faixa de 20 vezes o salário médio dos empregados, chega a ser 278,1 vezes superior no período mais recente.<sup>10</sup>

## CEOs make 278 times more than typical workers

CEO-to-worker compensation ratio, 1965–2018



de9123

9 Michael Hudson, março 2021 - “These dynamics are different from those of industrial capitalism, and indeed undercut the industrial economy by diverting income from it to pay the financial sector and its rentier clients.” <https://michael-hudson.com/2021/01/the-rentier-resurgence-and-takeover-finance-capitalism-vs-industrial-capitalism/> <https://outraspalavras.net/crise-civilizatoria/ocidente-diz-adeus-ao-capitalismo-industrial/>

10 Lawrence Mishel and Julia Wolfe - Economic Policy Institute - Executive pay - August 14, 2019 - CEO compensation has grown 940% since 1978 - Typical worker compensation has risen only 12% during that time - <https://www.epi.com/publications/ceo-pay-2019/>

Marjorie Kelly e Ted Howard chamam este sistema de economia extrativa: “A nossa economia é ‘do 1%, pelo 1% e para o 1%’ como o apresentou Joseph Stiglitz. No seu centro está o que nós, como coautores, chamamos de ‘viés de capital’ (*capital bias*), um favoritismo relativamente aos donos de finanças e de riqueza que penetra invisivelmente por todo o sistema. Podemos chamá-lo de economia extrativa (*extractive economy*), pois está desenhado para assegurar que a elite financeira possa extrair o máximo de ganhos para si, em qualquer parte do globo, sem atenção para o prejuízo causado para trabalhadores, comunidades, e o meio ambiente.”<sup>11</sup> Não são investidores no sentido tradicional, produtivo, são “*speculative investors*” nos termos dos autores, “que detêm ações por minutos e assumem direitos de proprietários”.

Michael Hudson foca precisamente esta dimensão de travamento da produção e em particular da indústria: “Marx e muitos dos reformadores menos radicais que lhe foram contemporâneos viam o papel histórico do capitalismo industrial como sendo o de remover a herança do feudalismo – os latifundiários, banqueiros e monopolistas que extraíam renda econômica sem produzir valor real. Mas aquele movimento de reforma fracassou. Hoje o setor das Finanças, Seguros e Imobiliário (*Finance, Insurance, Real Estate, FIRE*) recuperou o controle do governo, criando economias neo-rentistas. O objetivo deste capitalismo financeiro pós-industrial é o oposto daquele do capitalismo industrial bem conhecido dos economistas do século XIX. Ele busca riqueza primariamente através da extração de renda econômica, não da formação de capital industrial. O favoritismo fiscal para o imobiliário, a privatização do

petróleo e da extração mineral, a banca e os monopólios de infraestrutura aumentam o custo de vida e de fazer negócios. O trabalho está sendo explorado crescentemente pela dívida junto aos bancos, dívida estudantil, dívida do cartão de crédito, ao passo que a habitação e outros preços são inflacionados com o crédito, deixando menos rendimentos para gastar em bens e serviços quando economias sofrem deflação da dívida.”<sup>12</sup>

Apresentamos essa citação mais longa do Michael Hudson, porque explicita um ponto essencial do presente artigo: uma coisa é constatar a desigualdade explosiva, o aumento radical da apropriação de riqueza no topo da pirâmide. Outra, é quando constatamos que o enriquecimento resulta apenas parcialmente de atividades produtivas, e constitui essencialmente uma apropriação por mecanismos financeiros. Repetindo, ‘ele busca riqueza primariamente através da extração de renda econômica, não da formação de capital industrial.’ Trata-se precisamente de ‘renda’, que resulta do *rentismo improdutivo*, conceito que não se encontra no Aurélio e que apenas começa a aparecer na literatura econômica brasileira, mas a distinção é essencial: ‘renda’ aqui é equivalente a ‘rent’ em inglês (e não *income*) ou ‘rente’ em francês (e não *revenu*). Um capitalismo que reinveste apenas marginalmente na reprodução ampliada do capital, desviando o essencial dos recursos para a ampliação de fortunas pessoas improdutivas, ainda é o mesmo sistema?

## 5. O Rentismo se torna dominante

Estamos acostumados a chamar de ‘capital’ todo valor acumulado, incluindo casas, fábricas, ações, e diversos tipos de papéis financeiros. Mas o conceito de capitalismo

---

[www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/](http://www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/)

11 Marjorie Kelly and Ted Howard, *The Making of a Democratic Economy*, B-K, Oakland, 2019, p. 5

12 Michael Hudson - *O ocidente diz adeus ao capitalismo industrial*, Outras Palavras, 2021 - <https://dowbor.org/2021/03/o-ocidente-diz-adeus-ao-capitalismo-industrial.html> e <http://aepet.org.br/w3/index.php/conteudo-geral/item/5794-ressurgimento-rentista-e-tomada-de-controle-capitalismo-financeiro-vs-capitalismo-industrial-1>

está baseado na sua inserção no processo de reprodução de capital, como no caso de um fabricante de sapatos que investe o seu capital no ciclo produtivo, gerando empregos, produtos e impostos: trata-se aqui precisamente de 'acumulação de capital'.

A reprodução ampliada do capital gera enriquecimento social, ainda que gere também exploração dos trabalhadores. Ter contas gordas, ações, casas e iates significa ter patrimônio, riqueza (*wealth*) mas não capital. Riqueza tinham da mesma maneira os aristocratas franceses, extraída de produtores reais, mas essa riqueza e os castelos não eram capital inserido no ciclo de reprodução de capital. Constituíam um dreno, como bem compreendiam os revolucionários franceses de 1789.

Joseph Stiglitz se refere à *unearned income*, que pode se traduzir por *renda não-merceda*, e que constitui uma busca de renda, *rent-seeking*: "*Prática de obter riqueza não por meio de atividade economicamente válida, mas extraindo-a de outros, frequentemente por meio de exploração. Os exemplos incluem o monopólio que cobra em excesso pelos seus produtos (rendimentos de monopólio) ou empresas farmacêuticas que conseguem que o Congresso passe uma lei que permite que cobrem preços muito altos, bem como fornecer menos bens, serviços e inovação efetiva ao mercado.*"<sup>13</sup> Trata-se de rendimentos sem a contrapartida produtiva, e não há como chamar isso de capitalismo. Envolve exploração sem dúvida, mas não é o mesmo que uma pessoa tomar o risco de investir numa indústria para produzir, ampliando o capital próprio, mas também a riqueza social.

Marx trata amplamente desta *apropriação que esteriliza o capital*, por exemplo quando trata da usura e do capital fictício. Nessa análise, o que o capitalista produtor trans-

fere para o banco, é apresentado como uma repartição da mais-valia extraída do trabalhador. O capitalista produtivo tomava crédito, gerando lucro para o banco, mas o próprio crédito permitia os investimentos produtivos. Era o banco com função de fomento. A mudança é profunda quando o sistema de intermediação financeira se torna em grande parte parasita do processo produtivo, gerando fortunas que retornam muito parcialmente para o processo produtivo. Não é mais o sistema financeiro que ajuda a empresa a desenvolver a atividade produtiva, mas o sistema produtivo a serviço da acumulação financeira. Nada que Marx não tivesse detalhado em termos de mecanismo, com a diferença que o sistema financeiro se tornou dominante. A dominância leva por sua vez a uma inversão sistêmica: a produção é atividade fim, a intermediação financeira é atividade meio, e quando os meios se apropriam dos fins, teremos muitos lucros financeiros, e menos produtos.

Montecino e Epstein, no Roosevelt Institute, estimam que apenas 10% do que é extraído do processo produtivo pelo sistema financeiro voltam para a economia real. Mariana Mazzucato estima que possa chegar a 15%. Mas de toda forma, mantém-se a imagem usada pelos americanos, *the tail is waiving the dog*, o rabo está abanando o cachorro. O essencial do excedente produzido pela sociedade vai para não-produtores, e o modo de produção precisa ser definido em função do principal modo de enriquecimento das elites, que é constituído hoje por um conjunto de mecanismos de extração de renda, não por acumulação produtiva de capital. A acumulação de capital pode hoje ser encontrada de maneira muito mais clara na China, inclusive permitindo um ritmo impressionante de desenvolvimento, do que no ocidente 'capitalista'.

13 Joseph Stiglitz - *Rewriting the Rules of the American Economy*, 2015, p. 14 - <https://dowbor.org/2015/06/j-stiglitz-rewriting-the-rules-of-the-american-economy-an-agenda-for-shared-prosperity-junho-2015115p.html>

A China usa o sistema financeiro como fomentador das atividades produtivas.

Ellen Brown traz de maneira muito clara a mudança sistêmica, com a América passando do “capitalismo de papai-mamãe” (*mom-and-pop capitalism*) para o que chamou de techno-feudalismo: “*Esses faraós dos últimos dias, os donos do planeta, os 5% mais ricos – fazem com que o resto de nós pague todo dia pelo direito de viver no planeta deles. E à medida que os fazemos mais ricos, eles compram ainda mais o planeta para eles, e usam sua riqueza e poder para brigar entre eles por mais riqueza – apesar de, naturalmente, sermos nós que temos de lutar e morrer na guerra deles.*”<sup>14</sup>

O rentismo está no centro do palco, temos mais do que nunca ‘elites do atraso’, e não surpreende que o sistema atual tenha sido chamado de techno-feudalismo por Ellen Brown, de neo-feudalismo por Joel Kotkin, de capitalismo parasitário por Zygmunt Bauman, que leve ao grito indignado de *The Triumph of Injustice* de Saez e Zucman, e tantas qualificações que se multiplicam. O essencial é compreender que é o núcleo duro do conceito de capitalismo que se deslocou, mudando o próprio processo de acumulação de capital. Não à toa o mundo estagna quando temos tanta tecnologia e tanta riqueza – esta última em grande parte improdutiva.

Capital financeiro, capital extrativo, capital passivo, capital parasitário, tantas qualificações encontramos, em busca de redefinir o sistema. Na realidade o capital subsiste, sem dúvida, nas empresas produtivas, mas o conjunto do sistema, a lógica do reinvestimento, obedece aos interesses

de rentistas improdutivos, e os que se referem a um novo feudalismo estão mais próximos da realidade. Há muita proximidade entre os bailes de Versalhes e as reuniões de Viena de séculos atrás, e o atual glamour de Davos.

Não é misterioso, em termos de mecanismo, e na fase da pandemia, termos tanto enriquecimento no topo da pirâmide, e Bolsas tão pujantes, quando as economias estão paralisadas ou em queda. O divórcio entre o crescimento das fortunas e a estagnação da produção mostra que um já não depende do outro. Otávio Ianni escrevia que “a política mudou de lugar”. O capital também mudou de lugar. É o sistema que se desloca. Na era das fábricas e do operariado no centro do processo econômico, podia-se batalhar pela “socialização dos meios de produção”. **Hoje precisamos resgatar o controle do rentismo improdutivo: finanças, tecnologias, informação, comunicação. O eixo de luta se desloca.**

Muitos lamentam com razão a desindustrialização do Brasil. Mas o essencial está no sistema de financeirização e de intermediação de commodities, que gera essa desindustrialização, ao mesmo tempo que fomenta a reprimarização. Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky deixam isso claro: “*Deixadas por conta própria, as economias de mercado tendem a favorecer atividades de curto prazo ou de rentismo — daí as tendências radicais de financeirização e desindustrialização testemunhadas nas últimas quatro décadas.*”<sup>15</sup> O capital vai para onde rende mais, e não é mais na produção.

Um editorial do Guardian aponta para a profundidade da transformação: “*Hyman*

---

14 Ellen Brown, *How America went from mom-and-pop capitalism to techno-feudalism* – May 2021 -<https://scheerpost.com/2021/05/18/how-america-went-from-mom-and-pop-capitalism-to-techno-feudalism/> Tradução Carta Maior: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Como-os-EUA-foram-do-capitalismo-familiar-ao-feudalismo-tecnologico/7/50657>

15 Outras Palavras, 05/02/2021 - <https://outraspalavras.net/mercadosdemocracia/economia-do-comumurgencia-maxima/> Original em inglês: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>

*Minsky foi um pioneiro na compreensão do controle da finança sobre a economia dos Estados Unidos – e das consequências para a sociedade. Nos anos 1980, ele predisse o surgimento do “capitalismo de gestão do dinheiro” e anteviu que os investidores institucionais se tornariam mestres (masters) do universo. Hoje, estamos em um mundo de “capitalismo gestor da máquina do dinheiro”, em que os algoritmos controlam a compra e venda de títulos. O pioneiro nesta abordagem é a empresa americana BlackRock, que é o maior gestor mundial de ativos e no ano passado se tornou também da Grã-Bretanha. Os humanos ainda definem as regras que os computadores seguem. Mas a inteligência artificial está diluindo a distinção. Os computadores gerem os portfólios de investimento oferecendo fundos negociados em bolsas que automaticamente seguem os índices de ações e títulos. Isso teve tanto sucesso que os três grandes – as firmas americanas BlackRock, Vanguard e State Street – atualmente gerem US\$19 trilhões em ativos, aproximadamente um décimo dos títulos contados no mundo.”<sup>16</sup>*

A dimensão aqui é importante: os ativos dos três grupos acima, pouco conhecidos do público em geral, BlackRock, Vanguard e State Street, são equivalentes ao PIB dos Estados Unidos (21,5 trilhões), e representam cerca de quatro vezes o orçamento do governo federal americano. Só a BlackRock tem ativos de 8,7 trilhões de dólares, cinco vezes o PIB do Brasil. Nada produzem, intermedeiam. São atravessadores, cobradores de pedágio sobre atividades produtivas. O comércio mundial de commodities, por exemplo, está essencialmente nas mãos desses grupos. Constituem os novos ve-

tores de apropriação do excedente social. Ellen Brown, no texto citado acima, ao buscar uma dimensão propositiva, foca essencialmente a intermediação: “A reforma do sistema bancário é também outra importante ferramenta. Bancos operando como uma utilidade pública poderiam alocar crédito para atividades produtivas servindo os interesses públicos. Outras possibilidades incluem a aplicação da legislação antimonopólio e a reforma da lei de patentes.” Rentas financeiras, rentas de monopólio, pedágios sobre o conhecimento, pedágios sobre a comunicação, vigilância social individualizada por meio de algoritmos, esses são alguns dos eixos dominantes de apropriação do excedente social, que travam a capacidade de investimento produtivo.<sup>17</sup>

O sistema baseado na exploração dos escravos constituía um modo de produção escravagista, o sistema baseado na exploração dos servos no quadro de feudos foi um modo de produção feudal, o sistema baseado na exploração do operário em fábricas foi um sistema capitalista. **O sistema que hoje enfrentamos, baseado na extração de renda através do controle das empresas produtivas (*absentee ownership*, regime de proprietários ausentes), da informação e do dinheiro, pode ser considerado um modo de produção rentista, fruto da revolução digital.** Isso é muito mais do que ‘indústria 4.0’. O capital improdutivo, que se insere apenas marginalmente no processo de produção para explorá-lo, não constitui o bom velho capitalismo que tanto denunciávamos, mas que pelo menos produzia, gerava empregos e pagava impostos.

Um sistema baseado na extração do ex-

16 Guardian, *Editorial* - March 21, 2021 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/mar/21/the-guardian-view-on-finance-failures-manmade-errors-amplified-by-machines>

17 Desenvolvemos a dimensão propositiva em *O Capitalismo de Desloca*, Ed. Sesc, 2020 - <https://dowbor.org/2020/05/debate-livro-novo-o-capitalismo-se-desloca-novas-arquiteturas-sociais-ladislau-dowbor-e-antonio-martins-edicoes-sesc-26-05-16h.html> ; para o conceito de sociedade vigiada, ver L. Dowbor (org.), *A Sociedade Vigiada*, Autonomia Literária, São Paulo, 2020

cedente social por meio das diversas formas de rentismo, em que a exploração do trabalhador pela mais valia deixa de ser dominante, tampouco se interessa por criar emprego. Os avanços tecnológicos contribuem sem dúvida a gerar desemprego pela simples dinâmica de substituição da força de trabalho, mas o processo é bem mais amplo. Neste país de 212 milhões de habitantes, o emprego formal privado se resume a 33 milhões de pessoas. Somando 11 milhões de funcionários públicos, são 44 milhões, apenas 42% da força de trabalho de 105 milhões. Como ordem de grandeza, temos 38 milhões de pessoas no setor informal. Segundo o IBGE, a renda desses trabalhadores é a metade da renda que o trabalhador formal auferir. São pessoas que no essencial “se viram”. Ser empreendedor individual assegura, sem dúvida, frequentemente, uma aparência mais digna à subutilização, mas vemos na própria *uberização* e terceirizações irresponsáveis o que isso pode significar.

E temos 15 milhões de pessoas formalmente desempregadas. Somando os 38 milhões do setor informal, os 15 milhões de desempregados, são 53 milhões, a metade da força de trabalho, parados ou subutilizados. A esse contingente precisamos acrescentar o imenso desalento, pessoas que estão em idade de trabalho, mas desistiram de procurar, e ainda as pessoas classificadas como empregadas, mas que trabalham apenas algumas horas. No conjunto estamos falando de uma massa de 60 milhões de adultos, em idade de trabalho. A subutilização da força de trabalho, num país onde há tantas coisas por fazer, é absolutamente chocante, mas se soma aos próprios processos de substituição tecnológica.

Na realidade, um sistema cuja principal forma de se apropriar do excedente social

se dá por meio de *rentismo improdutivo*, precisa cada vez menos de força de trabalho para ter quem explorar. O vendedor de bugigangas na praia ou nas praças já anda com “maquininha”, e paga o pedágio para os bancos em cada operação. O antigo proletariado é hoje cada vez mais qualificado de ‘precariado’. O fato de o dreno financeiro ser feito em grande parte sem exigir aumento de produção e de emprego, afeta diretamente a força de trabalho. A tendência é mundial. Na África do Norte, por exemplo, o setor informal supera os 70% da população ativa.

O novo sistema é incomparavelmente mais destrutivo, gerador de desigualdades em escala qualitativamente superior, e irresponsável quanto aos impactos econômicos, sociais e ambientais. No essencial, perdeu a sua função de reprodução e expansão do capital produtivo, do que Marx chamou de reprodução ampliada do capital.

As fábricas não desaparecem com a revolução digital em curso, como a agricultura não desapareceu com a revolução industrial. Mas o eixo estruturante do sistema, a forma de apropriação do excedente social, se desloca. Expandir a produção, os empregos e a correspondente capacidade de compra da população, para poder escoar os produtos, passa a desempenhar um papel secundário. Abaixo traçamos em breves linhas os diversos mecanismos que permitem o que Gar Alperovitz e Lew Daly chamaram de “apropriação indébita”<sup>18</sup>

## 6. Exemplos de mecanismos

### ▪ O Endividamento Generalizado

Quando o endividamento ultrapassa a capacidade de pagamento da dívida, seja por juros elevados ou por volume da dívida – e os banqueiros conhecem perfeita-

---

18 Gar Alperovitz e Lew Daily - *Apropriação Indébita* – Ed. Senac, São Paulo, 2010 - <https://dowbor.org/2010/06/apropriacao-indebita-gar-alperovitz-e-lew-daly-ed-senac-sao-paulo-2010.html>

mente a situação do cliente, seja família, empresa ou Estado – gera-se um processo permanente de transferência de recursos, o chamado *serviço da dívida*, que leva por exemplo a dívidas estudantis que pessoas aposentadas ainda estão pagando: os formandos passarão a vida repassando parte dos seus salários para banqueiros, iludidos que foram pela perspectiva de grandes ganhos que lhes proporcionaria o diploma, com a propaganda muito ativa dos bancos.

No Brasil, em 2003 a dívida das famílias equivalia a 18% dos rendimentos, em 2012 chegou a 45%, pagando juros estratosféricos, e em 2020 atingem 60%. O financiamento da pequena e média empresa seguiu o mesmo ritmo, levando ao estrangulamento financeiro. Ampla pesquisa de fins de 2016, sobre o endividamento privado (famílias e pessoas jurídicas) calculou o volume de recursos extraídos da economia real pelos bancos: 1 trilhão de reais, em um ano, equivalentes na época a 16% do PIB. Somando 6% de juros sobre a dívida pública, é um quinto do PIB transformado em lucros financeiros improdutivos.

Em 18 de dezembro de 2016, o Estado de São Paulo trazia a manchete: “Crise do crédito tira R\$ 1 tri da economia e piora recessão”. Apresentamos esses dados com análise detalhada no livro *A Era do Capital Improdutivo*, para o caso brasileiro, mas o endividamento generalizado das famílias, das empresas e dos Estados é planetário, e envolve tanto o endividamento interno como internacional. Grande parte da humanidade trabalha para alimentar intermediários financeiros. E as pessoas se esquecem que o dinheiro emprestado ou é da própria sociedade, ou é simplesmente emitido, sob forma de sinais magnéticos – dinheiro hoje virtual – pelos próprios bancos, que cobram juros sobre um dinheiro que

não lhes custou nada. São atividades-meio, custo líquido para a sociedade que só se justificaria se o aporte para a acumulação do capital fosse maior do que a extração.

Uma pessoa emitir dinheiro constitui um crime, pois adquire um poder de compra sem ter contribuído com produção. Os bancos hoje emitem dinheiro. O papel-dinheiro impresso pelos governos representa, hoje, como ordem de grandeza, 3% da liquidez total da economia. Os 97% restantes constituem apenas anotações nos computadores, dinheiro virtual, emitido pelos bancos. Quando um banco nos cobra caro por um dinheiro que não precisou pagar, os acionistas passam a adquirir um poder de compra sem ter precisado contribuir com a produção. Lembrando que o Lehman Brothers entrou em falência quando tinha emitido 27 vezes mais dinheiro, sob forma de empréstimos, do que tinha em caixa. O banco faliu, bastaram algumas empresas retirarem seu dinheiro para quebrar, mas os acionistas embolsaram os dividendos. Com a crise de 2008, os bancos receberam trilhões como resgate, dinheiro público, dinheiro que podia ter sido utilizado para infraestruturas e políticas sociais.

A massa da população tem pouca escolha, em particular quando se privatizam as políticas sociais. Segundo Eric Toussaint, *“Bancos privados e outras instituições privadas investiram muita energia no desenvolvimento de uma política de empréstimos para pessoas comuns que buscam empréstimos porque as suas rendas são insuficientes para pagar a educação superior ou os cuidados de saúde. Nos Estados Unidos, a dívida estudantil chegou a US\$1,7 trilhões, com US\$165 bilhões de inadimplência sobre empréstimos estudantis, quando grande parte das garantias são sujeitas a condições abusivas.”*<sup>19</sup>

19 Truthout, June 15, 2021 – *To address increasing inequality and global poverty, we must cancel debt* - <https://truthout.org/articles/to-address-increasing-inequality-and-global-poverty-we-must-cancel-debt/?eType=EmailBlastContent&eld=443ee98d-6108-47e5-9f0d-735853178254>

Para se apropriar do excedente social, o banco não precisa gerar emprego, e cada vez menos gerar crédito produtivo: empregados ou não, no Brasil 62 milhões de adultos estão atolados em dívidas, dos quais 25% em bancarrota pessoal. Com a pandemia, famílias e empresas em situação crítica se atolaram mais ainda, sem ter como escapar da agiotagem. Os trabalhos de Yánis Varoufákis mostram como a extorsão funciona no nível internacional, no caso da Grécia.<sup>20</sup>

### ▪ A Extração de Dividendos

A lógica aqui é próxima da lógica do endividamento. As pessoas que compram ações consideram que estão financiando uma empresa, e com isso favorecendo as atividades empresariais. Mas quando a remuneração das ações (os dividendos), está no limite do excedente que a empresa gera, ela perde capacidade de reinvestimento. O mecanismo permite entender, por exemplo, a dinâmica econômica do Brasil e de outros países, em que a economia não cresce, mas a Bolsa está bombando, gerando mais rendimentos para os acionistas.<sup>21</sup> A tragédia de Mariana, em que a Samarco preferiu aumentar os dividendos dos acionistas, e conseqüentemente os bônus dos executivos, em vez de investir na segurança da barragem, é característica.

Aplicação financeira não é investimento, no sentido de construir uma estrada ou uma fábrica ou uma escola, atividades que geram aumento do capital acumulado da sociedade. Trata-se, precisamente, de aplicação financeira, ainda que os bancos qualifiquem de 'investimento' qualquer

atividade especulativa. Da mesma forma, renda gerada por habilidade em lidar com papéis financeiros não é a mesma coisa que lucro sobre um processo produtivo que gera capital fixo, produto, emprego e impostos. Marjorie Kelly, em livro de grande impacto publicado em 2003, deixa claro o novo mecanismo: *"No desenho do sistema do capitalismo aristocrático, os CEOs são contratados por acionistas e dirigidos por conselhos para focar apenas um objetivo: maximizar os retornos dos acionistas. Os executivos são pagos apenas quando atingem esse objetivo...Temos hoje indignação (outrage) quanto à falta de legitimidade dos ganhos dos CEOs. Mas em nenhum lugar encontramos indignação quanto à falta de legitimidade dos ganhos dos acionistas, pois se trata do sol em volta do qual o sistema gira. Questioná-lo é questionar o direito divino do capital."*

A autora explicita que esse tipo de apropriação de recursos equivale à apropriação indébita dos senhores feudais: *"Os detentores de ações se apropriam de uma riqueza para a criação da qual pouco contribuíram, de forma parecida como os nobres proclamavam privilégios para os quais não trabalharam...Em vez de capitalizar empresas, o mercado de ações as descapitaliza. Os detentores de ações durante décadas têm representado um imenso dreno da liquidez das corporações. Eles são a mais morta da madeira morta. É até incorreto falar dos detentores de ações como investidores, pois em verdade são extratores. Quando compramos ações não estamos contribuindo com capital: estamos comprando o direito de extrair valor."*<sup>22</sup> Lembremos que, como

---

20 O filme de Kostas Gravas, *Adults in the Room (Jogo do Poder, no Brasil)* tem a vantagem de mostrar como se articulam o poder político e o sistema financeiro, detalhando os mecanismos de exploração pela dívida.

21 Para o Brasil, ver o artigo de Paulo Kliass, *A Bolsa vai bem e o povo vai mal* – Carta Maior, 9 de junho de 2021 - <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/A-bolsa-vai-bem-e-o-povo-vai-mal/7/50775>

22 Marjorie Kelly – *The Divine right of Capital* – Berrett-Kohler Publishers, San Francisco, 2003, páginas xiii, 29 e 35; em carta publicada no quadro do Business Round Table em 2019, 181 das maiores corporações americanas se comprometem a ir além do interesse dos acionistas, para responder a preocupações ambientais e sociais,



ordem de grandeza, 85% das aplicações financeiras estão nas mãos dos 10% mais ricos. É um pedágio generalizado sobre processos produtivos.<sup>23</sup>

- **Monopólio de Demanda: o poder das plataformas**

O dinheiro, como vimos, é hoje representado por sinais magnéticos. O dinheiro virtual permite apropriação de fragmentos de praticamente todas as atividades econômicas por meio de pedágios financeiros. No caso dos cartões de crédito, no Brasil, onde antigamente o dinheiro da compra saía do bolso do cliente diretamente para o caixa do comerciante, hoje com o pagamento por cartão de crédito, o banco drena cerca de 5% do valor da compra, sem produzir nada. Na modalidade “débito”, o dreno é da ordem de 2,5%. Com dezenas de milhões de transações diárias com cartão, o volume se torna muito elevado.

O Dieese calcula que com essas e outras tarifas, sem contar os juros, os bancos pagam uma vez e meia a sua folha de pagamentos. Em outra era tecnológica não seria viável inserir pequenos drenos em tantas operações dispersas, mas com a moeda digital é só colocar a instrução no computador para drenar pequenas quantias de dezenas de milhões de pessoas. “Enter”. Essa microdrenagem atinge a todos, sem gerar atividade econômica real ou empregos.

Uma drenagem semelhante é imposta às transferências internacionais para famílias. Milhões de pessoas hoje trabalham nos Estados Unidos ou na Europa e fazem regularmente remessas para os países de origem. Trata-se de pequenos montantes, feitos por pessoas simples, e os intermediários cobram, como ordem de grandeza,

7% do valor remetido, quando os custos, simples envio de sinais magnéticos no computador, se contam em centavos por remessa. Trata-se de mais um pedágio que consiste apenas numa instrução no computador.

A expansão da *economia das plataformas*, onde antes dominavam unidades empresariais, generalizou a microdrenagem de maneira dramática. Inúmeros serviços não são mais comprados, adquire-se o direito de acesso. Jeremy Rifkin escreveu um excelente livro sobre essa transformação, *A Era do Acesso*. Pagamos mensalidades para ter acesso a filmes no Netflix, recebemos inúmeras ofertas com propostas de mensalidades baixas, inclusive alguns meses gratuitos no início. O fato é que esses microdrenos se somam, cortar o vínculo é burocraticamente irritante, e aqui são centenas de milhões de pessoas que veem as suas contas no banco reduzidas, quer utilizem os serviços ou não.

A BBC é paga, pelo preço do custo. Um britânico paga pelo serviço, que é público, e tem boa programação sem publicidade, no que tem sido qualificado de “a melhor televisão do mundo”. Nas TVs comerciais, a TV aberta se apresenta “sem custos”, mas o pagamento é simplesmente indireto. A publicidade que interrompe os programas representa custos para as empresas que promovem os seus produtos, custos que são incorporados nos preços dos produtos que compramos. De toda forma o dinheiro sai do nosso bolso, mas de forma indireta. E temos de enfrentar os intervalos publicitários, pagos do nosso bolso.

O básico hoje, em termos de acesso aos serviços de comunicação, é o acesso à internet, a uma linha de celular, e a canais

---

na linha do ESG (Environment, Social, Governance). Por enquanto, basicamente declarações de intenção - <https://dowbor.org/2019/10/ladislau-dowbor-a-economia-desgovernada-novos-paradigmas-14-de-outubro-de-2019.html>

23 Para uma análise detalhada dos mecanismos de apropriação do excedente social no chamado mercado de capitais, ver Cédric Durand, *How Finance is Appropriating our Future* – Verso, London, 2017

de TV minimamente decentes. Os pacotes oferecidos estão na mão de algumas empresas apenas, que cobram o que querem pois se trata de serviços essenciais e porque constituem um oligopólio. Aqui também não é algo que compramos, e sim uma mensalidade que passamos a pagar para ter “acesso”, para estar conectado. Os custos são ridículos se comparados com os preços cobrados, simples retransmissão de sinais. Não à toa o mexicano Carlos Slim tem uma fortuna da altura do Bill Gates. É um intermediário da comunicação. No Brasil ele controla a Claro.

As maiores fortunas mundiais hoje não são mais baseadas em atividades produtivas, mas de intermediação do dinheiro, e de intermediação da comunicação. O Facebook, por exemplo, é gratuito na aparência. As fortunas que fluem para a empresa vêm da publicidade, que é paga por empresas que as incluem nos custos de produção, da mesma forma que no caso da TV aberta, e terminam saindo do nosso bolso. Aqui tampouco temos opção, se trata de ‘monopólio de demanda’, ou seja, somos obrigados a utilizar o que os outros utilizam, o que leva a uma situação em que a empresa lucra com bilhões de pessoas que pagam os custos, incorporados nos produtos que compram. As gigantescas fortunas que surgem da *uberização* da economia fazem parte desta capacidade técnica de colocar drenos de tantas coisas pequenas que pagamos, dinheiro que flui para as sedes mundiais dos grandes grupos, plataformas de pedágio. Estamos falando aqui das maiores fortunas do mundo, no sistema que permite que fragmentos do que ganha um simples entregador com a sua moto ou sua bicicleta seja aspirado para os grandes grupos mundiais.

O fato é que em grande parte o capita-

lismo de pedágio não exige esforços por parte de quem cobra, o dinheiro é deduzido da conta bancária, do salário, ou incorporado no preço da compra, ou disfarçado como tarifas que nos parecem módicas, e o resultado são fortunas monumentais que resultam de simples intermediação. Não é inevitável. Lembremos que um serviço essencial e de uso diário generalizado é o WorldWideWeb, o www que colocamos em qualquer comunicação, não gera nenhum custo. É administrado por um consórcio mundial sem fins lucrativos, e é nessa rede sem custos que navegam os serviços comerciais que drenam as nossas contas. Tim Berners-Lee, criador do WWW, se recusou a cobrar tarifas de intermediação, dizendo que simplesmente não faria sentido: a comunicação é de utilidade pública.<sup>24</sup>

#### ▪ **Privatizações e Apropriação de Recursos Naturais**

As fortunas modernas encontraram na narrativa de que o Estado mínimo é melhor, o caminho para se apropriarem de riqueza sem precisar investir, herdando a baixo custo um capital construído pelo setor público com os recursos públicos. É o caso, em particular, da apropriação de extração mineral, produtos naturais que fazem parte da nação, e que são exportados em bruto, rendendo imensas fortunas para os acionistas. O Banco Mundial, desde 1993, propõe contabilizar a extração de petróleo, por exemplo, como descapitalização do país, e não como aumento do PIB.

O caso da Petrobrás constitui um exemplo. Das negociações que se desenrolaram na primeira década do milênio, resultou uma legislação importante: o petróleo sendo da nação, os lucros da sua venda deveriam ser canalizados para financiar o desenvolvimento do país, haveria ‘partilha’

---

24 O pequeno livro de Tim Berners-Lee, *Weaving the Web* (tecendo a teia), é muito instrutivo para a compreensão do potencial subutilizado e do dreno comercial. Ver também Eric S. Raymond, *The Cathedral and the Bazaar* - Cambridge, 2001 - <https://dowbor.org/2008/02/the-cathedral-and-the-bazaar-2.html>

e não entrega. Com a privatização, as reservas servirão para alimentar dividendos de acionistas do Brasil e do resto do mundo, resultando em rentismo improdutivo, e aparência de progresso ao aumentar o PIB.

A privatização da Eletrobrás segue no mesmo caminho. O Brasil possui uma base importante de produção de energia hidroelétrica, e realizou, com os impostos da população, infraestruturas de grande porte, tanto de geração como de transmissão e de capacidade de gestão. *“Estimativas calculam que o valor de mercado da Eletrobrás é de pelo menos R\$ 400 bilhões, podendo chegar a R\$ 1 trilhão. E o governo quer entregar por R\$ 60 bilhões... A Eletrobrás tem R\$ 15 bilhões em caixa e, graças a seus bons indicadores financeiros, pode tranquilamente alavancar mais R\$ 40 bilhões. Tem total condições de realizar novos investimentos. Desde 2019, já distribuiu R\$ 7,6 bilhões só em dividendos.”*<sup>25</sup> Aqui também há uma apropriação de bens públicos sem a contrapartida correspondente, e recursos gerados com investimento público passarão a alimentar com proporção radicalmente superior grupos financeiros não produtivos, que poderão inclusive aumentar preços – prioridade dos acionistas – e encarecer a energia elétrica tanto para famílias como para empresas. O preço do quilowatt seguirá o preço do botijão de gás e do litro do combustível.

A tendência é planetária, gerando mais apropriação do excedente social e dos recursos naturais por grupos financeiros improdutivos. George Monbiot apresenta essa dinâmica: *“Cortar o financiamento das repartições, eliminar as equipes e descartar os expertos que as apoiavam, fechar programas de pesquisa, perseguir os funcionários públicos que permanecem, o estado*

*que odeia a si mesmo está destruindo o próprio aparato de governo. Ao mesmo tempo, está destruindo as proteções públicas que nos protegem do desastre... As forças que ameaçam destruir o nosso bem-estar são também as mesmas por toda parte: essencialmente o poder de lobby dos grandes negócios e do grande dinheiro, que veem a administração pública como um impedimento aos seus interesses imediatos.”*<sup>26</sup>

Os investidores institucionais privados que adquiriram a empresa pública irão sem dúvida explorar os trabalhadores, na linha da mais-valia tradicional, mas a sua posição de força lhes permitirá gerar renda de monopólio, sob forma de dividendos e de preços mais elevados, que todos os cidadãos irão pagar.

#### ▪ **Apropriação dos Bens e Serviços de Consumo Coletivo**

Em economias que funcionam de maneira razoável, o bem-estar das famílias depende em grande parte do acesso gratuito a bens de consumo coletivo. Como ordem de grandeza, podemos dizer que 60% do conforto familiar depende do dinheiro no bolso, que permite fazer as compras, pagar o aluguel, coisas que permitem que nos sintamos mais seguros e donos das nossas vidas. Mas os outros 40% constituem o que tem sido chamado de salário indireto, e consiste no acesso aos bens de consumo coletivo.

Precisamos de segurança, mas não se compra a delegacia de polícia. Temos de ter acesso aos serviços de saúde, não só curativos, como preventivos, sob forma de saneamento básico, controle de emissões, restrição aos agrotóxicos e antibióticos na nossa comida. O acesso à educação pre-

25 Miriam Leitão – Brasil 247, 15 de junho de 2021 - <https://www.brasil247.com/economia/miriam-leitao-consumidor-vai-pagar-uma-eletobras-para-o-governo-privatizar-a-eletobras?amp>

26 George Monbiot – *Is this the end of civilisation?* - Guardian, January 24, 2018 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/jan/24/end-civilisation-take-different-path>

cisa ser generalizado, gratuito, público e universal, toda criança precisa ter a sua chance na vida, e a desigualdade do acesso trava o imenso potencial de contribuição econômica e social da massa mais pobre da população, constituindo uma esterilização das possibilidades de desenvolvimento. Thomas Piketty trabalha com razão a desigualdade educacional no mesmo nível crítico que a desigualdade de renda e de patrimônio.

O *rentismo* nessa área surge, no Brasil como em outros países, do fato de que as restrições do acesso aos bens de consumo coletivo obrigam as famílias a se voltarem para os serviços privados. É o caso, por exemplo dos planos privados de saúde. Ainda que representem solução adequada para os mais ricos, que querem ter um serviço sob medida, a saúde privada deixa de fora a ampla maioria da população. A lei do Teto de Gastos, ao reduzir os recursos do SUS, por exemplo, força as pessoas a contratarem planos privados, ainda que estejam no limite em termos de renda. A fragilização da educação pública tende a ter o mesmo efeito, empurrando os pais a se sacrificarem para assegurar um melhor futuro para os seus filhos, com uma base mais sólida de conhecimentos. A guerra contra as universidades federais tende a ter o mesmo efeito, de forçar mais clientes para o que se tornou uma indústria do diploma. Uma geração de estudantes que saem das universidades com grandes dívidas, para descobrir que o emprego sonhado não é garantido, faz pouco sentido.<sup>27</sup>

Não são médicos os que comandam os planos privados de saúde, nem educadores no caso das escolas, e sim grupos financeiros. A revista Forbes apresenta as

fortunas pessoais acumuladas em 2019. Carlos Wizard tem uma fortuna pessoal de 3 bilhões de reais: “*Wizard voltou ao mundo da educação em 2017, com a compra de 35% da Wiser Educação, dona das redes WiseUp e NumberOne, do também bilionário Flávio Augusto da Silva. Em abril deste ano, o grupo vendeu participação minoritária do grupo para o Itaú, por meio do seu fundo de investimentos Kinea, por 200 milhões.*”<sup>28</sup> Educadores?

É importante notar que se trata de negócios, numa era em que o acesso à educação está se tornando fundamental. Chaim Zaher acumulou uma fortuna de 2,5 bilhões, vendendo as marcas Dom Bosco, Pueri Domus, Name e COC para a financeira britânica Pearson por 888 milhões, e a rede de ensino superior UniSEB para o grupo Estácio por 615 milhões. O paraibano Janguê Diniz é o principal acionista da Ser Educacional, abriu capital na Bovespa em 2013, comprou a Univeritas de Minas Gerais em 2016, e investe em educação à distância, uma grande indústria com baixos custos, elevados lucros, e frágeis resultados educacionais.

Na área da saúde é característico o comportamento de Paulo Sérgio Barabanti, com uma fortuna de 1,6 bilhão, que vendeu a Intermédica para a *private equity* norte-americana Bain Capital, depois retirou-se da atividade e vive da fortuna acumulada. Para que se tenha uma ordem de grandeza, uma pessoa que aplica a fortuna de 1 bilhão para um módico rendimento de 5% ao ano está ganhando 137 mil reais por dia, de mão no bolso. É o também o caso de José Seripieri Filho, com uma fortuna de 1,2 bilhão, que a fez com a Qualicorp, que administra planos de saúde coletivos no Brasil.

---

27 A Folha de São Paulo de 20 de junho de 2021 apresenta pesquisa de que 47% dos jovens entre 15 e 29 anos gostariam de deixar o país. Essa perspectiva da nova geração é um desastre para o país.

28 Forbes, *Mais de 200 bilionários brasileiros* – Ano VII, N. 71, 2020, p. 98 – Ver em particular a tabela da p. 111; ver também edição 89 de agosto de 2021, *315 Bilionários Brasileiros*. O grupo de bilionários passou a ter um patrimônio equivalente a 25% do PIB.

Repassou a atividade para outros, e passou a viver do rendimento de ações.

É um comportamento generalizado: empresários que começaram uma atividade produtiva, vendem a empresa para grupos financeiros, muitas vezes estrangeiros, como a Pearson na área da educação, ou a BlackRock na área da saúde, e passam a viver do rendimento das ações. As empresas, por sua vez, passam a ser utilizadas para extrair o máximo de dividendos. Os 11 bilionários que vivem de explorar o setor da saúde acumularam uma fortuna de 56,88 bilhões de reais. As empresas que gerem essas fortunas buscam extrair o máximo. A educação dos jovens e a saúde das famílias constituem apenas uma fonte. *The business of business is business.*

O raciocínio pode ser aplicado a numerosos setores. Tanto o conforto das famílias como a produtividade das empresas dependem, por exemplo, de ruas asfaltadas, de redes de estradas e semelhantes. O essencial aqui, é que grande parte das infraestruturas foi construída com recursos públicos, permitindo rendimentos mais elevados do setor privado sem que as empresas tenham contribuído significativamente para os custos. A produtividade sistêmica de um país, e o lucro ampliado das empresas, dependem muito das infraestruturas e dos serviços de consumo coletivo, lucro líquido para as empresas, que irão se referir apenas à própria criatividade e ao poder mágico dos 'mercados.' Essa dimensão simplesmente não aparece nas contas econômicas, mas sim nas análises de Hazel Henderson, que apresenta a necessidade de ajuste na contabilidade nacional, incluindo a contribuição produtiva das infraestruturas geradas pelo setor público.

Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky

denunciam a política fiscal contracionista, e resgatam esse papel das políticas públicas: *"A crise do covid-19 tornou as falhas do modelo ortodoxo ainda mais óbvias, ao ressaltar a grave deficiência de bens públicos, desde a infraestrutura básica de saúde até equipamentos de proteção individual... Agora que o COVID-19 expôs os danos causados pelo paradigma anterior, é hora de começar a mapear uma nova era de investimento público para remodelar nosso cenário tecnológico, produtivo e social. Deixadas por conta própria, as economias de mercado tendem a favorecer atividades de curto prazo ou de rentismo — daí as tendências radicais de financeirização e desindustrialização testemunhadas nas últimas quatro décadas."*<sup>29</sup> Quando corporações usam serviços públicos, mas praticam a evasão fiscal, trata-se do *free-riding* de rentistas.

#### ▪ Evasão Fiscal

O dinheiro ganho pelos rentistas gera imensas fortunas sem contribuição produtiva, mas também sem pagar impostos. O sistema econômico em geral depende em grande parte de capital público acumulado, hoje muito amplo nos países ricos, mas também no Brasil, sob a forma de infraestruturas energéticas, de transportes, de comunicação, de saneamento, além dos sistemas de saúde, educação, segurança e outros que são essenciais para a sociedade como um todo.

O excedente produzido pela sociedade depende vitalmente do capital público acumulado. Essa base essencial da produtividade econômica foi financiada com recursos públicos, e pagar os impostos constitui um dever tanto do cidadão como das empresas que usam essas infraestruturas. Boas infraestruturas reduzem custos

29 - Mariana Mazzucato e Robert Skidelsky – *New fiscal Constitution and job guarantee* – 2020 - Tradução em português em <https://outraspalavras.net/mercadosvdemocracia/economia-do-comum-urgencia-maxima/> Original em inglês: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>

de produção, constituindo *economias externas* para as empresas. Mas as grandes fortunas têm suficiente força política para evitar de pagar a sua parte.

No caso brasileiro é absurda a lei de 1995 que isenta de tributação lucros e dividendos distribuídos. Mas o caso dos magnatas mundiais não é muito diferente, como se viu com os dados fiscais dos maiores bilionários americanos vazados em 2021. Um sistema simples permite uma evasão gigantesca: nos Estados Unidos, os bilionários mantêm as suas fortunas em ações, imóveis, objetos de luxo, que só seriam taxados quando vendidos. *“O sistema tributário dos Estados Unidos foca na renda, não no que é chamado de ganhos não-realizados sobre ações não vendidas, imóveis ou outros ativos...Ninguém entre os 25 mais ricos evitou tanto imposto como Buffett, o ancião centibilionário. Isso talvez seja surpreendente, dada a sua imagem pública como advogado de impostos mais elevados para os ricos. De acordo com a Forbes, a sua riqueza aumentou em US\$24 bilhões entre 2014 e 2018. Durante esses anos, os dados mostram, Buffett informou ter pago US\$23,7 milhões em impostos. Isso representa uma alíquota efetiva de 0,1%, ou seja, menos de 10 centavos para cada US\$100 que ele acrescentou à sua riqueza.”*<sup>30</sup> Os dados do ProPublica mostram que o comportamento é generalizado, envolvendo as maiores fortunas.

Robert Reich, que foi secretário do tra-

balho de Clinton, mostra a relação entre a evasão fiscal absurda – quanto mais ganham, menos pagam – e a apropriação do processo decisório público nos Estados Unidos: *“A bomba que representou o relatório do ProPublica sobre o fato dos super-ricos americanos pagarem pouco ou nada em impostos revela não só a sua riqueza espantosa como também a forma como traduziram essa riqueza em poder político para encolher os seus impostos para quase nada.”*<sup>31</sup>

Eric Toussaint, um especialista em dívida, traz com clareza o impacto dos ricos não pagarem impostos sobre o crescimento da dívida pública: *“A dívida pública continua a explodir em volume porque os governos estão se endividando massivamente para evitar de taxar os ricos no pagamento das medidas de resistência à Covid-19, e não demorarão a retomar a sua ofensiva de austeridade.”*<sup>32</sup> Mariana Mazzucato apresenta os mecanismos que permitem que as corporações usem recursos desenvolvidos no setor público, cobrando dos consumidores pelo que não produziram, e sonogando impostos sobre os lucros obtidos.<sup>33</sup>

#### ▪ **Paraísos Fiscais**

Os paraísos fiscais jogam um papel hoje fundamental na perda de controle por parte dos Estados. O exemplo da Microsoft é ilustrativo do comportamento geral das grandes corporações: *“Uma subsidiária irlandesa da Microsoft teve um lucro de US\$315 bilhões no ano passado, mas não*

---

30 ProPublica, 8 de junho de 2021 - [The Secret IRS Files: Trove of Never-Before-Seen Records Reveal How the Wealthiest Avoid Income Tax — ProPublica](#)

31 Robert Reich - When America's richest men pay \$0 in income tax, this is wealth supremacy – Guardian, June 10, 2021 - <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/jun/10/when-americas-richest-men-pay-0-in-income-tax-this-is-wealth-supremacy>

32 Truthout, June 15, 2021 – *To address increasing inequality and global poverty, we must cancel debt* - <https://truthout.org/articles/to-address-increasing-inequality-and-global-poverty-we-must-cancel-debt/?eType=EmailBlastContent&eId=443ee98d-6108-47e5-9f0d-735853178254>

33 Mariana Mazzucato – *O Estado Empreendedor* – Anthem Press, 2011 - <https://dowbor.org/2019/10/mariana-mazzucato-the-entrepreneurial-sate-debunkiong-public-vs-private-sector-myths-anthem-press-new-york-2015.html>

pagou imposto sobre corporações já que é 'residente', para efeitos tributários, em Bermuda. O lucro gerado pela Microsoft Round Island One é igual a quase três-quartos do PIB da Irlanda – ainda que a empresa não tenha empregados. A subsidiária, que recolhe direitos de licenciamento para o uso de software da Microsoft sujeito a copyrights, apresentou um lucro anual de US\$314,7 bilhões no ano até o final de junho de 2020, de acordo com as contas prestadas na Irish Companies Registration Office.<sup>34</sup> A Microsoft não era uma empresa americana?

O Roosevelt Institute aponta igualmente o peso dos paraísos fiscais e a perda de controle público sobre as grandes corporações, na ausência de instrumentos multilaterais de regulação: *"A legitimidade das instituições econômicas multilaterais depende de elas produzirem resultados que líderes de estados soberanos e democráticos possam abraçar. Quando corporações multinacionais transferem US\$1,38 trilhões dos seus países de origem para paraísos fiscais como Luxemburgo ou as Ilhas Cayman para evitar de pagar impostos, e companhias como Facebook detêm um poder desproporcional nas nossas democracias, as instituições multilaterais podem e devem servir como poder coletivo de contrapeso para prevenir a extração de riqueza às expensas da nossa população... Agora é o tempo de nos movermos para além da ordem neoliberal e para uma nova era de igualdade e justiça. Agora é o momento de reescrevermos as leis inter-*

*nacionais."*

Felicia Wong, do Roosevelt Institute, estima que precisamos de um novo Bretton Woods, e lembra corretamente que as opções pertencem a nós como sociedade, são regras (*rules*) e não "leis" econômicas imaginárias: *"Os resultados econômicos são o produto de instituições políticas, de escolhas humanas, e de regras que estruturam os mercados."*<sup>35</sup>

Depois de anos de hesitações, em meados de 2021 finalmente aparece no horizonte uma proposta de uma taxa de 15% sobre os lucros das corporações transnacionais. Dani Rodrik resume: *"O acordo do G7 tem dois eixos. Primeiro, propõe um imposto mínimo de 15% sobre as maiores corporações. Segundo, uma parte do lucro global dessas corporações será trazido de volta aos países onde fazem os negócios, independentemente da localização das suas sedes físicas."*<sup>36</sup> A importância da decisão do G7 é sem dúvida o fato de possibilitar financiamento adicional de políticas públicas, mas também o fato dos fluxos financeiros internacionais passarem a ser registrados, e o jornal *The Economist* avalia que se trata de uma restrição drástica ao papel dos paraísos fiscais em geral. Mas por enquanto o sistema segue se expandindo, como se constata nas sucessivas revelações do ICIJ sobre os Panama Papers, Paradise Papers e Pandora Papers.<sup>37</sup>

Para quem pensa que a evasão fiscal por

34 Guardian, Microsoft Irish Subsidiary paid zero corporate tax on 220bn profit last year – June 3, 2021 - <https://www.theguardian.com/world/2021/jun/03/microsoft-irish-subsiary-paid-zero-corporate-tax-on-220bn-profit-last-year>

35 Felicia Wong – A Bretton Woods Moment - Roosevelt Institute, April 28, 2021 - [A Bretton Woods Moment: How This Year's G7 Summit Could Rewrite the International Rules \(rooseveltinstitute.org\)](https://rooseveltinstitute.org/a-bretton-woods-moment-how-this-years-g7-summit-could-rewrite-the-international-rules/)

36 Dani Rodrik - The G7 Tax Clampdown and the End of Hyper-Globalization by Dani Rodrik - Project Syndicate, June 7, 2021 – Os impactos financeiros podem ser encontrados em <https://joserobertoafonso.com.br/collecting-the-tax-deficit-of-multinational-companies-barake-et-al/>

37 ICIJ – Pandora Papers – Outubro 2021, [https://www.icij.org/investigations/pandora-papers/global-investigation-tax-havens-offshore/?utm\\_source=ICIJ&utm\\_campaign=8ce10323e7-20211003\\_WeeklyEmail&utm\\_medium=email&utm\\_term=0\\_992ecfddb2-8ce10323e7-82319785](https://www.icij.org/investigations/pandora-papers/global-investigation-tax-havens-offshore/?utm_source=ICIJ&utm_campaign=8ce10323e7-20211003_WeeklyEmail&utm_medium=email&utm_term=0_992ecfddb2-8ce10323e7-82319785)

Para as fortunas brasileiras em Luxemburgo, ver <https://dowbor.org/2021/03/luxemburgo-paraíso-fiscal-das->

meio de paraísos fiscais é um processo marginal, o *The Economist* traz os números básicos: “Um estudo de 2018 concluiu que cerca de 40% dos lucros das multinacionais realizados no exterior são artificialmente transferidos para países de impostos baixos. Um funcionário envolvido de perto nas discussões atuais pensa que o acordo que está tomando forma poderia “praticamente matar os paraísos”... A parte dos lucros no exterior das multinacionais registrados nos paraísos fiscais subiu de 30% duas décadas atrás para cerca de 60% hoje.”<sup>38</sup> São 60% dos lucros, e dobrando em duas décadas.

Apresentamos os dados de forma mais detalhada no livro *A Era do Capital Improdutivo*. O que nos interessa aqui é que esses recursos não fazem parte de um processo de reprodução do capital, é literalmente dinheiro gerando dinheiro, processos extrativos que asseguram uma apropriação radicalmente mais intensiva do excedente social por elites improdutivoas. Lembremos que Marx, no livro II de *O Capital*, considerava essa evolução para a ampliação do capital fictício como previsível. O que para nós é essencial, é que o capital fictício, tornando-se dominante, com capacidade inclusive de se apropriar das políticas públicas, e prejudicando a acumulação produtiva do capital que era central no sistema capitalista, apresenta dinâmicas estruturalmente diferentes quando se torna dominante. Neste mundo plenamente financeirizado, governos nacionais enfrentando o

poder do dinheiro global, gerou-se o caos financeiro, um cassino especulativo insustentável para a humanidade.

## 7. Novos Mecanismos, Novos Rumos, Outras Frentes de Luta

“Podemos certamente dizer que a nossa proficiência tecnológica excede de longe o nosso desenvolvimento moral, social e político”<sup>39</sup>

Oliver Stone e Peter Kuznick

A breve apresentação das formas de *apropriação improdutivo do excedente social* que aqui desenhamos pode ser expandida. Por exemplo, a manipulação das pessoas, que ainda chamamos inocentemente de publicidade, transformou-se em gigante econômico. Envolve a análise detalhada e comercialização dos nossos comportamentos, canalização individualizada de mensagens comerciais e políticas por meio de algoritmos, que geram a força econômica do Alphabet, com quase dois trilhões de dólares (mais do que o PIB do Brasil), ou do Facebook, acima de 1 trilhão. Esse dreno financeiro atinge o bolso de cada um de nós, ao ser incorporado, pelas empresas que usam esses serviços, nos custos de produção do que compramos. Usar o Face aparece como gratuito, mas os custos são cobrados de todos nós, indiretamente. Custos reduzidíssimos, lucros desproporcionais. É rentismo de intermediação da comunicação, mas também poder.<sup>40</sup>

---

[riquezas-brasileiras.html](#)

38 *Economist*, June 2, 2021 - *Twilight of Tax Havens* - <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/01/twilight-of-the-tax-haven>; *Economist*, May 15, 2021 - *What would a new system for taxing multinationals look like* - [https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/13/what-could-a-new-system-for-taxing-multinationals-look-like?itm\\_source=parsely-api](https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/05/13/what-could-a-new-system-for-taxing-multinationals-look-like?itm_source=parsely-api)

39 Oliver Stone and Peter Kuznick - *The untold history of the United States* - Gallery Books, New York, 2019 - “It can certainly be said that our technological proficiency far exceeds our moral, social, and political development”. P. 734

40 Uma leitura particularmente importante é o livro de Manuel Castells, *Communication Power*, Oxford U.P., 2009. Sobre a dimensão das grandes corporações da área, ver Aran Ali - *Visual Capitalist - 3 companies now make up 50% of US ad revenues: Google, Facebook, Amazon* - July 18, 2021 - <https://www.visualcapitalist.com/3-companies-make-up-50-percent-of-us-ad-revenues/>



É igualmente importante estudar o dreno financeiro que representa a especulação imobiliária, tão bem apresentada no Brasil pela Ermínia Maricatto e Pedro Rossi.<sup>41</sup> Gigantescas fortunas são colocadas ao abrigo do fisco ao serem investidas em imóveis. As áreas nobres de Londres, por exemplo, têm inúmeras residências que pertencem a magnatas dos mais diversos países, esperando valorização.<sup>42</sup> A cidade de Vancouver, no Canadá, viu os custos de habitação explodir sob pressão de capitais chineses aplicados em imóveis, em geral não habitados, apenas reserva de valor que aumenta à medida que a pressão demográfica aumenta. É enriquecimento que não acrescenta disponibilidade de habitações, e sim gera apropriação especulativa. A compra de terras por grupos financeiros gera também encarecimento do seu uso para a agricultura. O verbete na Wikipédia sugere o óbvio: *“Um imposto sobre o valor da terra remove os incentivos financeiros para a posse de terra parada apenas para valorização, tornando mais terra disponível para usos produtivos.”*<sup>43</sup> O rentismo drena investimentos que poderiam ser produtivos.

Não se trata de discussão semântica. Pois muito além da exploração salarial, temos de entender melhor os mecanismos atuais de apropriação do excedente social por meio do endividamento generalizado, do aumento extorsivo dos dividendos, de intermináveis patentes, da evasão fiscal, dos paraísos fiscais, da apropriação do capital natural do planeta, da microdrenagem de recursos por tarifas, das taxas sobre trans-

ferências internacionais, de cobranças sobre os cartões de crédito, do rentismo dos monopólios, dos monopólios de demanda, da especulação imobiliária, do comércio de informações pessoais, da manipulação publicitária individualizada e outros mecanismos que entendemos muito menos, e que somos individualmente incapazes de enfrentar.

Um salário extorsivo pode levar a uma greve, lutas, paralisia e acordos com a empresa. Quem é extorquido por uma taxa elevada de juros vai se manifestar frente a uma agência bancária? Uma parte importante do que você pagou no Uber vai para grupos financeiros nos Estados Unidos. Não é preciso fazer um cheque ou uma ordem de pagamento: é automático. O dinheiro imaterial é muito fluido, e vaza por todos os lados. Quanto mais os intermediários privados drenam os nossos recursos, mais apontam para os impostos.

A transformação nas formas de exploração nos obriga a repensar e redirecionar nossas frentes de luta. Com a pandemia, por exemplo, tornou-se evidente o caráter explorador da grande indústria farmacêutica, e as pessoas passaram a se dar conta da importância de repensar o sistema de patentes. O pagamento quase nulo de impostos pelos bilionários improdutivos mostra a que ponto é importante gerar um sistema articulado de cobrança internacional.

O travamento do acesso ao conhecimento científico por parte dos oligopólios mostra a necessidade de expandir o *Creative Commons*, *Open Access* e outros mecanismos colaborativos e gratuitos de comunicação

41 Ermínia Maricatto e Pedro Rossi – *O novo ataque cerrado às cidades brasileiras* – 27 de set. de 2021 - <https://outraspalavras.net/cidadesemtranse/o-novo-ataque-cerrado-as-cidades-brasileiras/>

42 GFI(GlobalFinancialIntegrity)–*A cresofMoneyLaundering*–August21,2021-[https://gfintegrity.org/report/acres-of-money-laundering-why-u-s-real-estate-is-a-kleptocrats-dream/?utm\\_medium=email&hsmi=153147175&hsenc=p2ANqtz-dQDkw9bsAsfZWejlcFezC6\\_eVikqqfH6VqfmPIVWO7sNCCzRqzGBiK6QeYxEJOrVCZoBu\\_Bt9ku9K1AOcqSyAW7dy1g&utm\\_content=153147175&utm\\_source=hs\\_email](https://gfintegrity.org/report/acres-of-money-laundering-why-u-s-real-estate-is-a-kleptocrats-dream/?utm_medium=email&hsmi=153147175&hsenc=p2ANqtz-dQDkw9bsAsfZWejlcFezC6_eVikqqfH6VqfmPIVWO7sNCCzRqzGBiK6QeYxEJOrVCZoBu_Bt9ku9K1AOcqSyAW7dy1g&utm_content=153147175&utm_source=hs_email)

43 Wikipedia – *Real-estate bubble* – acessado em 19 de setembro de 2021 – “A land value tax removes financial incentives to hold unused land solely for price appreciation, making more land available for productive uses.”

científica. O endividamento generalizado das famílias, das empresas e dos Estados aponta para a necessidade de assegurar, por meio de finanças públicas e de finanças de proximidade, que os recursos sejam direcionados para o desenvolvimento sustentável. O peso da indústria de gestão de fortunas (*asset management industry*) e de ativos financeiros em geral, BlackRock e semelhantes, precisa ser drasticamente reduzido: o dinheiro não é deles, e são gestores de capital improdutivo.

**A lógica geral propositiva é que quando os mecanismos de apropriação do excedente social se deslocam, mudam também as frentes de luta para que os recursos, que são da sociedade e não dos intermediários, voltem a servir à sociedade. Em outros tempos a luta era por socializar os meios de produção, as fábricas. Hoje o poder sobre as próprias fábricas de deslocou: o desafio principal está nos gestores improdutivos que se apropriaram do conjunto, inclusive em boa parte do sistema público, como por exemplo do Banco Central no Brasil, e do próprio sistema político, minando qualquer possibilidade de enfrentamento social pelas vias democrático-institucionais tradicionais.**

Um desafio particularmente complexo é que o dreno dos recursos econômicos da sociedade pelos intermediários dos mais diversos tipos, afeta também a base política das transformações. As grandes plataformas de comunicação e os sistemas online de serviços financeiros, e inclusive o sistema de exportação primária atual, geram pouquíssimos empregos. Estamos na era da *uberização*, do telemarketing, dos empregos precários e da massa de traba-

lhadores subutilizados, conforme vimos, porque os sistemas de pedágio econômico que passaram a predominar simplesmente não precisam de muitos trabalhadores. *"O que há de novidade no mundo do trabalho no Brasil é justamente a plataformização, que joga uma pá de cal no processo histórico de flexibilização e precarização do trabalho, agora em parceria com a financeirização, a dataficação e racionalidade neoliberal."*<sup>44</sup> A força social de transformação que representavam os trabalhadores formais nas grandes empresas diminuiu em número, ficou mais fragmentada em segmentos especializados, é frequentemente manejada à distância por algoritmos, e os sindicatos e diversas formas de representação se fragilizaram. O *preariado* nos leva a um outro conceito de luta de classes.

E a revolução digital, que caracteriza os novos tempos, nos leva a pensar no potencial de uma mudança cultural profunda na sociedade, deslocando o eixo principal de relações sociais baseado na competição, para uma sociedade centrada na colaboração. Não se trata aqui de um sonho humanista, e sim do fato que numa sociedade em que o principal fator de produção é o conhecimento, os processos colaborativos são simplesmente muito mais produtivos do que a competição. Robin Ahnel resume: *"Campanhas que já estão em curso podem começar com a transição da economia da competição e ganância (greed) para a economia de cooperação equitável."*<sup>45</sup> Grohmann apresenta as numerosas iniciativas no resgate do potencial da conectividade para uma gestão colaborativa em rede: *"As plataformas cooperativas podem ser de trabalhadores, consumidores ou multilaterais, o que mostra as múltiplas possi-*

---

44 Rafael Grohmann - *Para vencer a distopia da exploração digital* - Outras Palavras, 23 de agosto 2021 - <https://outraspalavras.net/trabalhoepreariado/para-vencer-a-distopia-da-exploracaodigital/>

45 Robin Ahnel (postscript by Noam Chomsky) - *Economic Justice and Democracy: from Competition to Cooperation* - Routledge, New York and London, 2005, p. 254 - Importante leitura é também o livro de Paul Mason, *Postcapitalism*, Penguin, UK, 2015

*bilidades nos seus desenhos institucionais.* São novas frentes de luta, muito além do nível de remuneração. O processo tecnológico não irá se reverter, precisa ter o seu sentido político revertido para que sirva à sociedade, e não às próprias plataformas.

Essa transformação tem sólida base: quando o fator principal de produção é o conhecimento, que com a conectividade online pode ser replicado ao infinito sem custos adicionais para quem o produziu, podemos generalizar o acesso, remunerando apenas os custos iniciais da sua geração, e multiplicando os benefícios por milhões de utilizadores. Na China, no quadro do CORE (China Open Resources for Education), um inovador recebe um bônus da instituição, e o avanço é repassado para toda a rede de universidades e centros de pesquisa, assim que ninguém fica reinventando a roda, todos trabalham na crista da inovação. Gera-se um ambiente colaborativo sistemicamente inovador. Wikipédia, *Open Access*, *Creative commons*, *OCW* do MIT e tantas outras experiências, apresentadas no livro *Wikinomics*, apontam para um caminho muito mais equilibrado e produtivo.<sup>46</sup>

O processo de construção interativa e colaborativa de conhecimento em rede é mais justo, pois permite reduzir o impacto de atravessadores que travam o acesso a um conhecimento que poderia multiplicar a produtividade de outros agentes. Gar Alperovitz e Lew Daly trazem aqui uma excelente análise, no livro *Apropriação Indébita*, mostrando por exemplo que se não fossem os avanços sobre a tecnologia do transistor e do microprocessador desenvolvidos por outros, um Bill Gates estaria na sua garagem brincando com tubos catódicos. Pagamos fortunas por um produto para o

qual a sua empresa contribuiu muito pouco, aproveitando conhecimentos desenvolvidos por outras instituições e centros de pesquisa, e destruindo competidores. Hoje somos forçados a utilizar o Word, por exemplo, simplesmente porque temos de utilizar o que os outros usam. Não há mercado nem competição, apenas monopólio de demanda e rentismo. Até quando ficaremos pagando esse pedágio? O conhecimento é uma construção social, e o seu retorno deve ser para a sociedade. O objetivo não é controlar o conhecimento, é libertá-lo dos atravessadores.<sup>47</sup>

A conectividade planetária permite muito mais gestão horizontal em rede, no lugar das gigantescas pirâmides de poder verticalizado. A riqueza do planeta, fruto dos avanços científicos e do desenvolvimento da capacidade produtiva, atingiu um nível que hoje permite que todos vivam de maneira digna e confortável, bastando para isso uma redistribuição moderada de riqueza, e em particular o controle do dreno financeiro por parte de agentes econômicos improdutivos. A guerra de todos contra todos, o *homo homini lupus*, com as tecnologias modernas de guerra, de sabotagem cibernética, de manipulação biológica, das técnicas de vigilância etc., apresenta-nos um horizonte destrutivo. Somos todos tripulantes da espaçonave terra, mas há os que preferem ser passageiros de luxo, e estão destruindo a própria nave.

A exploração por meio de salários baixos, a tradicional mais-valia extraída dos trabalhadores, continua sem dúvida presente. Mas a apropriação do excedente social se ampliou radicalmente, por parte de atravessadores de diversos tipos, que cobram pedágio sobre praticamente todas as nossas atividades, quer contribuam

46 Don Tapscott e Anthony Williams– *Wikinomics: how mass collaboration changes everything* – Penguin, US, 2006 (em português, publicado por Nova Fronteira em 2007) - <https://dowbor.org/2008/03/wikinomics-2.html>

47 Gar Alperovitz e Lew Daly – *Apropriação indébita* – Senac, São Paulo, 2010 - <https://dowbor.org/2010/11/apropriacao-indebita-como-os-ricos-estao-tomando-a-nossa-heranca-comum.html>

produtivamente ou não. Não há dúvidas quanto ao poder financeiro, midiático, militar e até de controle das pessoas pelos algoritmos individualmente direcionados, por parte dos gigantes corporativos. Mas é também fato que são não só improdutivos, como destroem a nossa base natural de sobrevivência, nos jogam numa situação de desigualdade explosiva, obrigam a massa da população a recorrer a atividades humilhantes para sobreviver no setor informal, isso quando a riqueza acumulada, os conhecimentos científicos e as tecnologias modernas permitem que o mundo se desenvolva de maneira sustentável e equilibrada.

Em particular, não há nenhuma razão econômica para tanta destruição, violência e sofrimento. Uma conta simples ajuda: os 88 trilhões de dólares que representam o PIB mundial, divididos pela população mundial de 7,8 bilhões de pessoas, equivalem a cerca de 20 mil reais por mês por família de quatro pessoas. Com uma moderada redução das desigualdades, com o que produzimos hoje poderíamos assegurar a todos uma vida digna e confortável, e financiar medidas para parar de destruir o planeta. A catástrofe em câmara lenta que vivemos não é inevitável. Não se trata

de “leis” econômicas, são escolhas políticas travestidas de *There is No Alternative* (TINA). Thomas Piketty deixa isso claro: “A desigualdade é antes de tudo uma construção social, histórica e política. Dito de outra forma, para o mesmo nível de desenvolvimento econômico ou tecnológico, existem sempre múltiplas formas de organizar um sistema de propriedade ou um regime de fronteira, um sistema social e político, um regime fiscal e educativo. Essas escolhas são de natureza política.”<sup>48</sup>

Como escreveu Martin Wolf, economista chefe do Financial Times, este sistema perdeu a sua legitimidade. É um gigante financeiro, mas com pés de barro por travar o desenvolvimento. Cabe a nós batalhar por uma sociedade que faça sentido, olhando o potencial colaborativo que se abre com a revolução digital. Construir o futuro é mais promissor do que tentar consertar o passado. A história da humanidade tem sido dominada por minorias que se apropriam do excedente social e que geram sucessivas narrativas ou contos de fadas para justificar a exploração. E para os que não acreditam em contos de fadas, naturalmente, há o porrete. Mecanismos de exploração, narrativas e o porrete continuam ativos. É tempo de nos civilizarmos.

---

48 Thomas Piketty, *Histoire de l'égalité*, Paris, Seuil, 2021, p. 20

## PARTE II

**Dominância Fiscal-Financeira e Privatização da Esfera Pública no Brasil**

8. Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI.....	222
9. Dominância Financeira e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo normativo e nefastas implicações ao desenvolvimento nacional.....	248
10. Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização.....	282
11. A Financeirização Subsidiada: a consolidação do poder das finanças através dos recursos públicos.....	302
12. O Desmonte do Estado por meio das Privatizações e Desnacionalização das Empresas Estatais Federais.....	320
13. Democracia Vilipendiada, Privatização e Desmonte de Políticas Públicas sob o Governo Bolsonaro.....	347
14. O Subfinanciamento do Estado Brasileiro e os Processos de Privatização e Financeirização dos Serviços Públicos.....	383
15. O Sistema da Dívida Aprofunda a Financeirização no Brasil.....	404
16. Endividamento das Famílias e Expropriação Salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além.....	420
17. Endividamento dos Servidores Públicos Brasileiros: armadilhas da expropriação salarial impulsionada pelo próprio Estado.....	445

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

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

## Resumo

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

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

---

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

## 1. Introdução

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

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

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

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

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

## 2. Breve histórico da mundialização financeira

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

bio foi o primeiro elemento a ingressar na mundialização financeira.

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

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

---

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

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

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



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

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

### 3. Bolsa de Valores

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

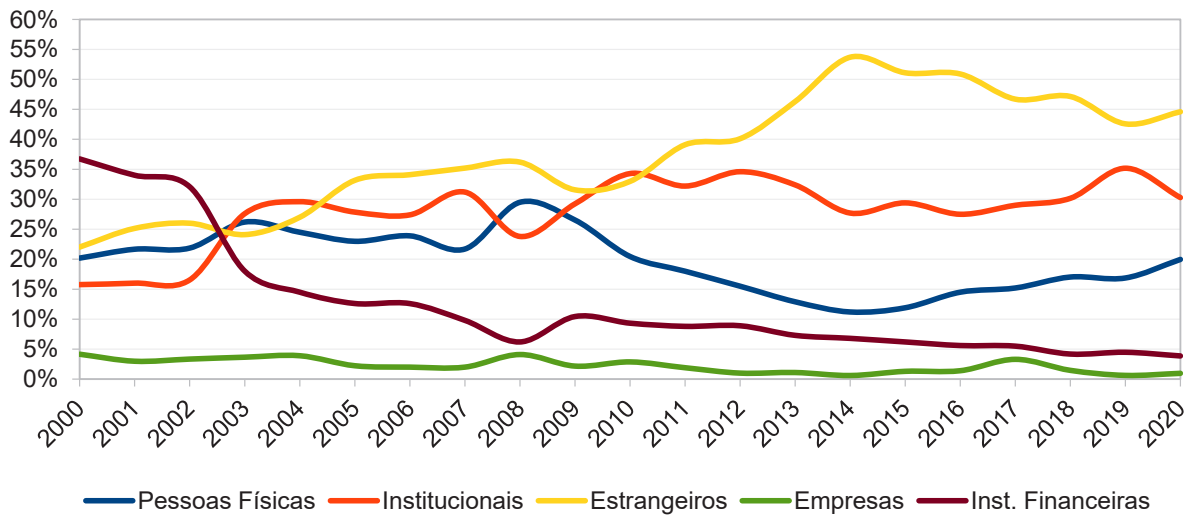
---

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

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

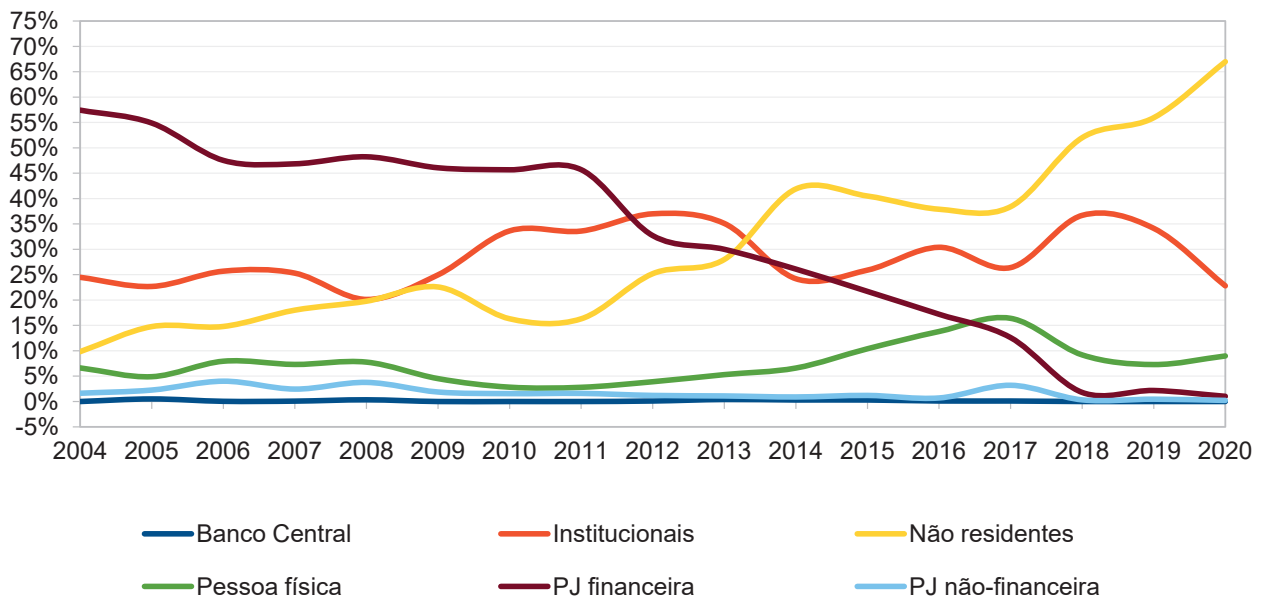
7 E queda da participação de “instituições financeiras” (fundamentalmente bancos).

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



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

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



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

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

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

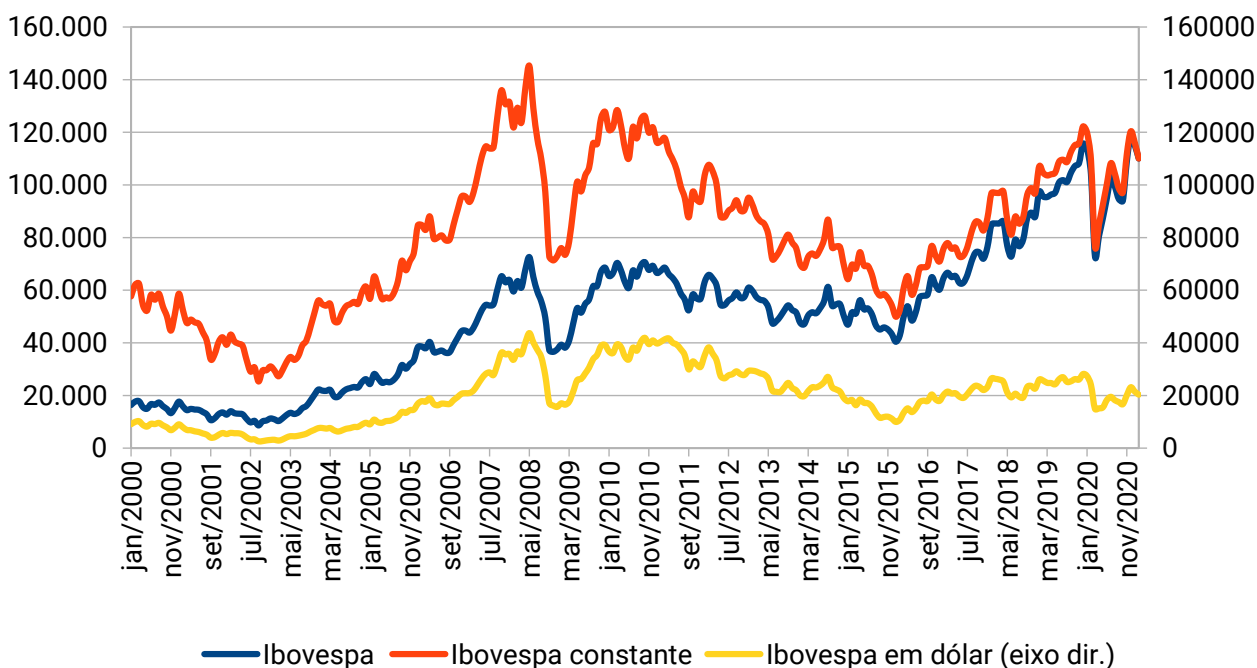
recuperação de 2016 a 2020 (ver Gráfico 3). No mercado de derivativos, o aumento da participação de “não residentes” foi ainda mais significativo.

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

de 2021.<sup>8</sup>

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

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



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

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

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

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

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

#### 4. Bancos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

## 5. Os novos agentes da financeirização

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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



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

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

## 6. Fundos de Investimentos no Brasil

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

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

---

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

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

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

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

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

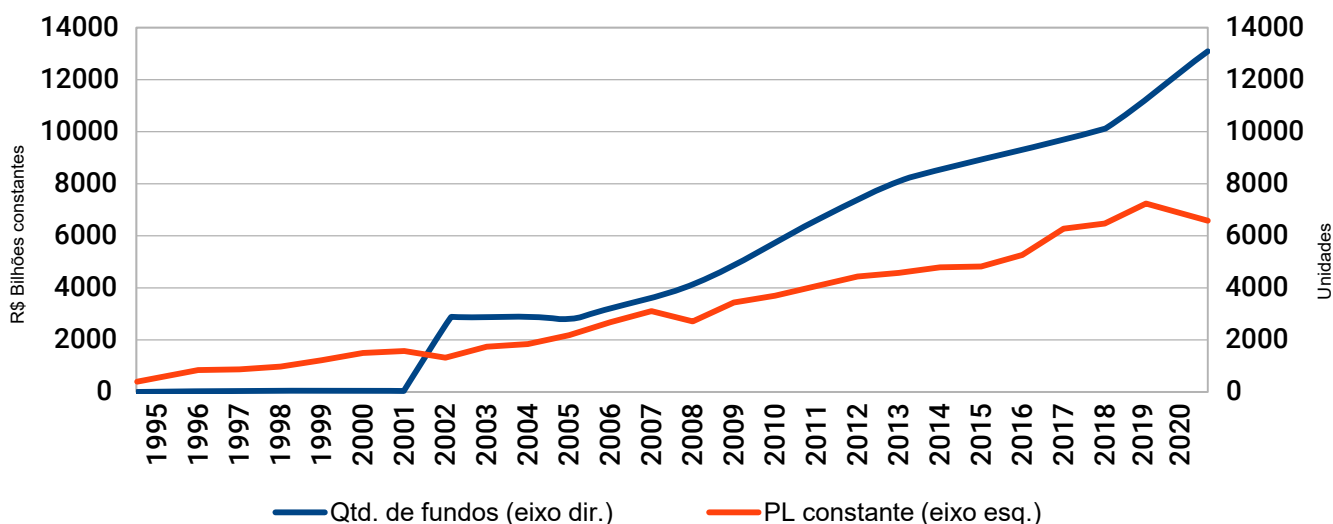
Uma publicação do Banco Mundial revela a posição que o Brasil alcançara no final de 2013: “O Brasil tinha o quinto maior mercado doméstico de fundos em termos mundiais e a maior indústria de fundos de investimento [mutual fund] no mundo em desenvolvimento, com mais de US\$ 1 trilhão em ativos sob gestão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

Assim, apesar da evolução no Brasil ter

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

#### Gráfico 4

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



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

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

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

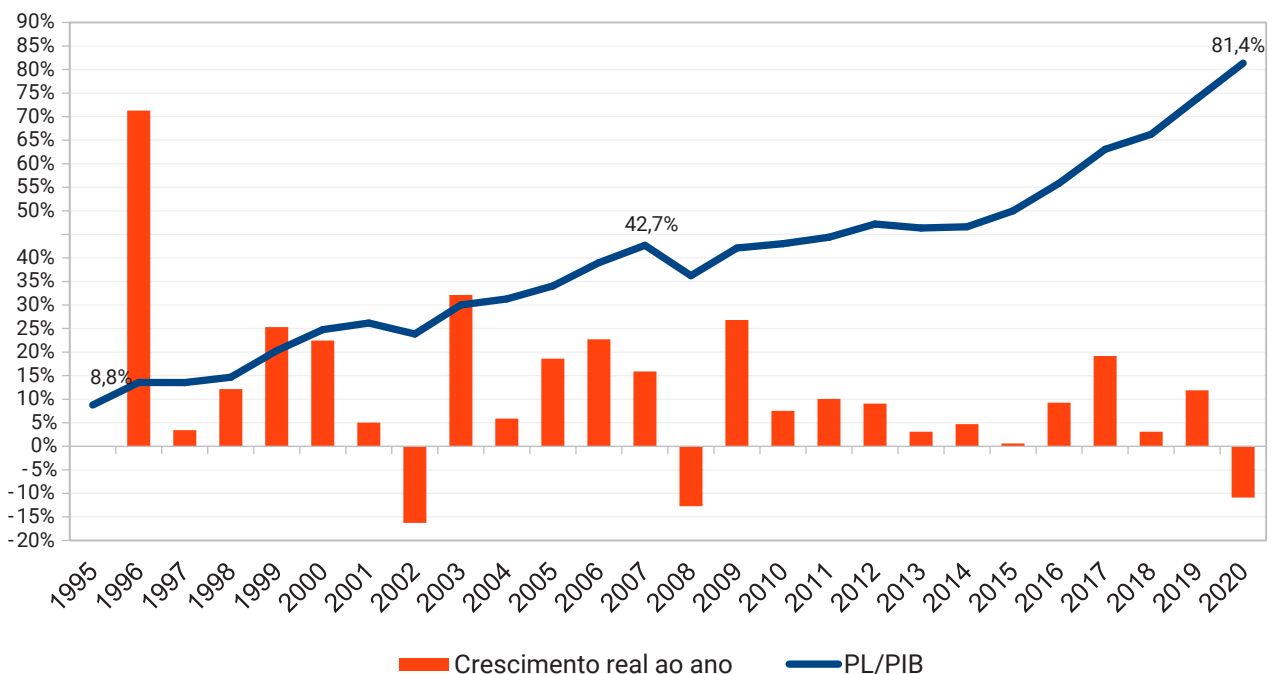
24 Não estão inclusos nesse número os fundos de cotas.

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

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

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

**Gráfico 5**  
**Fundos de Investimento: Patrimônio Líquido em proporção do PIB e crescimento real ao ano do PL**



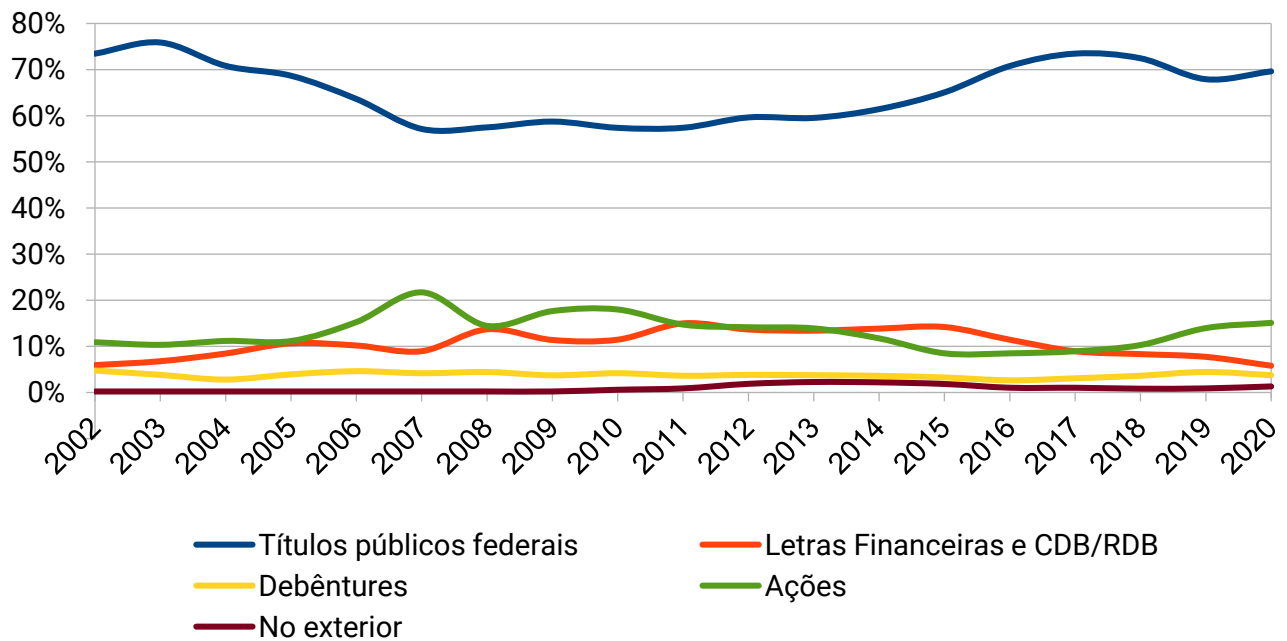
Obs. Crescimento corrigidos pelo IGP-DI

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

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

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

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



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

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

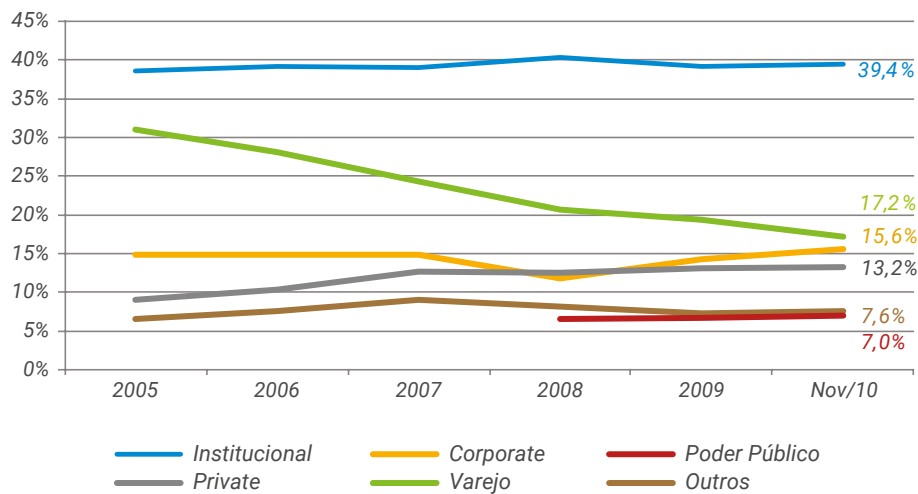
Conclui-se, assim, que discursos defendendo a importância dos fundos para o financiamento do desenvolvimento do país revelam-se ideológicos, pois o financiamento “direto” das empresas não financeiras (ex. debêntures) é muito modesto. O das instituições financeiras (letras financeiras e CDBs/RDBs) é mais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

Quanto à relação entre outros investido-

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

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

**Gráfico 7**  
**Fundos de Investimento: Distribuição dos ativos por segmento de investidor**



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

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

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

## 7. Fundos de Pensão no Brasil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

32 Valor calculado a partir de Fenaprevi (2020).

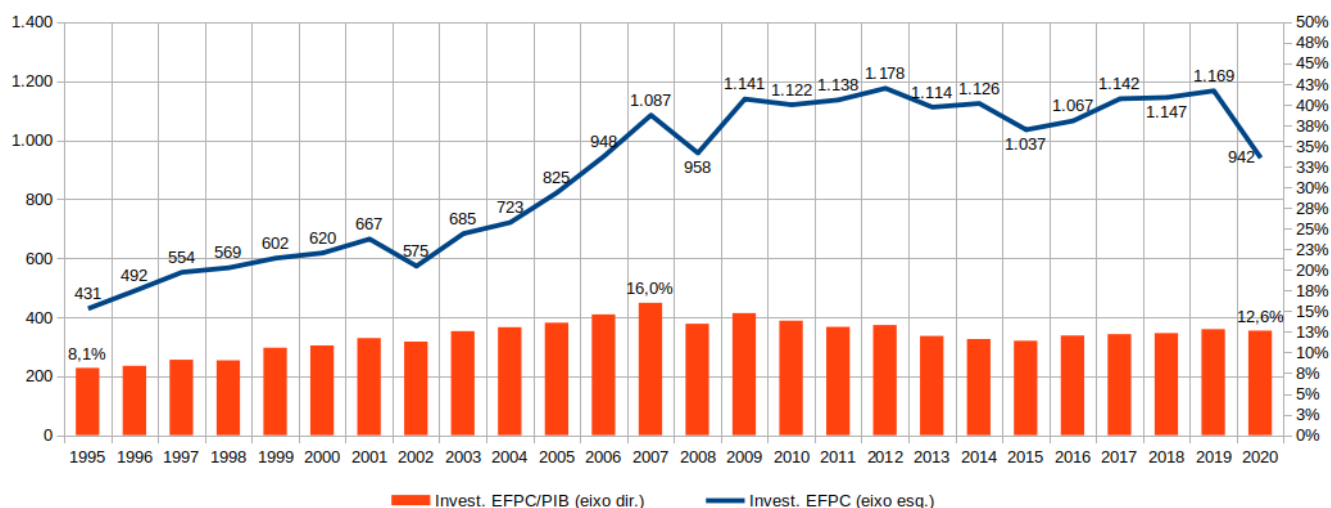
33 “Colocando os ativos sob o ‘guarda-chuva’ de fundos de investimento, contorna-se, de certa maneira, alguns pontos da regulação da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), já que os fundos de investimento são regulamentados diretamente pelo CMN” (DE CONTI, 2016a, p. 27) e “Entrevistas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

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

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

## Gráfico 8

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



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

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

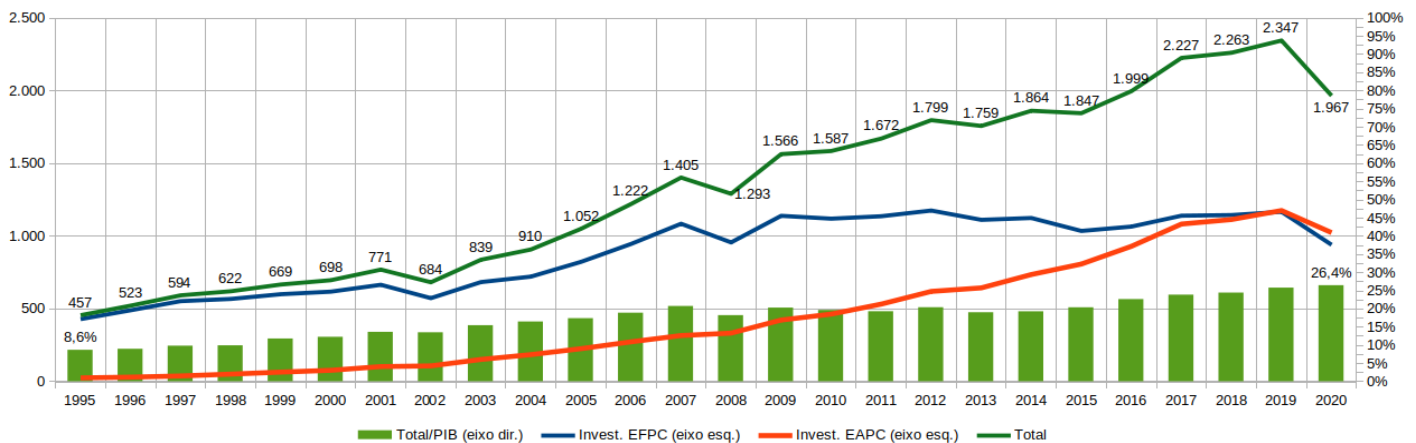
34 Nessa modalidade, o fundo de pensão possui um valor definido de benefício, logo precisa arriscar mais nos investimentos para honrar esse compromisso.

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



## Gráfico 9

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



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

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

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

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

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

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

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

## Considerações finais

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Referências

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Janeiro: IBGE, 2015. p. 334.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FENAPREVI. **Caderno de cobertura de pessoas: planos de acumulação - 2019**, 16 mar. 2020. Disponível em: <[245](https://fenaprevi.org.br/data/files/39/95/1B/AA/7A55A-</a></p>
</div>
<div data-bbox=)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*José Celso Cardoso Jr.<sup>1</sup>*

## **Resumo**

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

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

pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados.

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

---

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



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

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

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

## 1. Introdução: conceitos e contexto no Brasil

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

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

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

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

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

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

---

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

públicas.<sup>3</sup>

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

Deste modo, historicamente no Brasil, por exemplo desde 1964, com o PAEG, o Plano de Ação Econômica do Governo militar então instalado no poder, que para além dos objetivos contracionistas imediatos, visando combater a inflação do momento, implementou, dentre outras, reformas institucionais duradouras nos campos da tributação (alargamento das bases de arrecadação, aumento e centralização da carga tributária em âmbito federal) e do sistema financeiro nacional (criação do Banco Central do Brasil e fortalecimento da gestão monetária e da dívida pública), mas sobretudo desde a CF-1988, está em curso um processo (não linear, mas com direção definida) de *privatização das finanças públicas* federais, que se manifesta por meio da financeirização da Dívida Pública Federal e da sua gestão pelas autoridades monetária (BCB) e fiscal (STN) do país. Na antessala desse fenômeno, estão medidas de liberalização financeira, de consolidação de regras fiscais disfuncionais à gestão da demanda agregada e do pleno emprego, de estímulo à desindustrialização e de impulso à reprodução fictícia da riqueza, expressa nas altas lucratividades das atividades de intermediação financeira e na centralidade dos ganhos de tesouraria para as atividades produtivas, mesmo em empresas não-financeiras.<sup>5</sup>

Aparentemente uma contradição em ter-

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

De um lado, normativos constitucionais – tais como as Emendas Constitucionais (EC) n. 01/1994, n. 10/1996, n. 17/1997, n. 27/2000, n. 56/2007, n. 68/2011, n. 93/2016, n. 95/2016, além das Propostas de Emenda Constitucional (PEC) n. 186/2019 (dita emergencial, aprovada em 2021 como EC 109), n. 187/2019 (de extinção de fundos públicos), n. 188/2019 (de reorganização do pacto federativo), e n. 32/2020 (da chamada reforma administrativa) – e medidas infraconstitucionais (com destaque para a Lei Complementar n. 01/2000, chamada Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF), além de vários dispositivos de controle e punição aplicados quase que anualmente

5 Uma série de autores vem discutindo, sob prismas variados, a questão da financeirização da economia no Brasil e no mundo, e as implicações nefastas desse fenômeno sobre a própria dinâmica capitalista em cada caso concreto. Em especial, ver: BRAGA (1993; 1997), CHESNAIS (1996; 1998; 1999; 2012), BELLUZZO e ALMEIDA (2002),

por meio das Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e Leis Orçamentárias Anuais (LOA), que primam pelo **enrijecimento da gestão/execução orçamentária e criminalização do gasto público real**, sobretudo o de natureza orçamentária, justamente aquele que é responsável pelo custeio de todas as despesas correntes, tanto as intermediárias/administrativas, como as finalísticas destinadas à implementação das políticas públicas em todas as áreas de atuação federal.

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

**co financeiro**, justamente o oposto do tratamento que vem sendo conferido ao gasto primário real do setor público brasileiro.

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

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

---

BELLUZZO e BASTOS (2015), BERCOVICI (2005), BERCOVICI e MASSONETO (2016), BRUNO e CAFÉ (2015; 2017), CBJP (2000); DOWBOR (2017; 2019), FATTORELLI (2018), FEVEREIRO (2017), FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO (2019), GONTIJO e OLIVEIRA (2009), IBASE (2007; 2009), LOPYDA (2019; 2021), MASSONETO (2006), PALHARES (2014), PLAT (2017), TOUSSAINT (2002), VIANA (2009), VIGUERAS (2012).

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

um desempenho econômico e social mais condizente com o potencial e anseios de crescimento e de inclusão do país.

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

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

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

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

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

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

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

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

*to do gasto público real e criminalização da sua gestão/execução orçamentária.*

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

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



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

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

CARDOSO JR. (2018),<sup>7</sup> é possível perceber que:

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

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

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

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

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

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

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

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

membros.

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

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

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

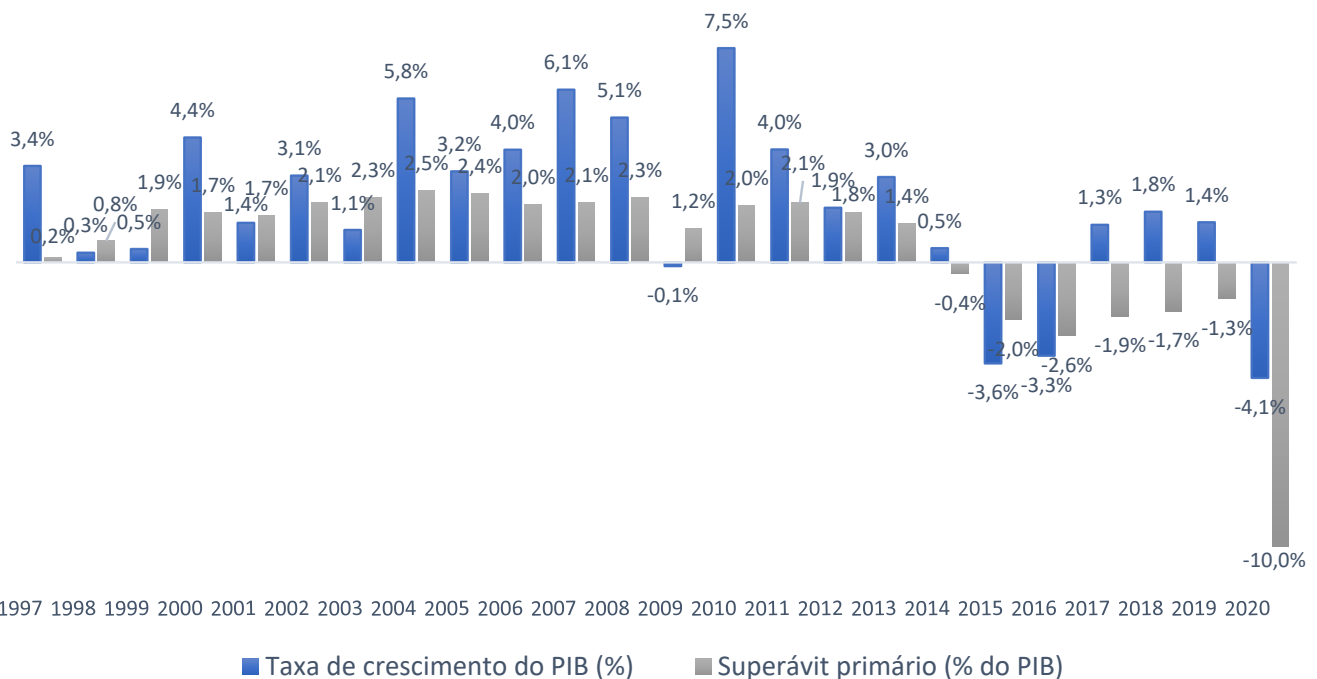
considerado não apenas o comportamento das contas governamentais em geral, mas também o saldo nas contas não-financeiras.

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

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

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

**Gráfico 1: Brasil - Crescimento do PIB e Saldos Primários: 1997/2020.**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

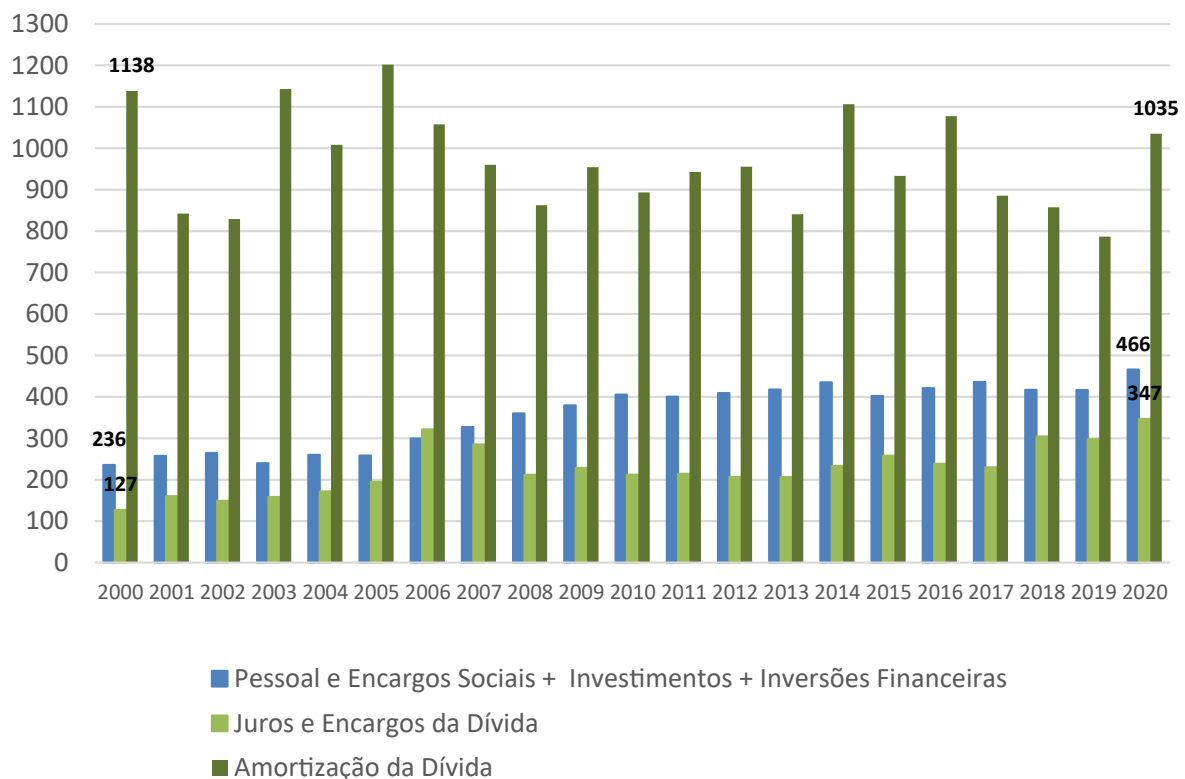
À título de exemplificação, veja-se pelo gráfico 2 a composição e as diferenças entre os grandes agregados de despesas reais e financeiras da União, entre 2000 e 2020, a preços constantes.

---

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

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

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



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

mento no país.

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

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

---

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

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

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

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

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

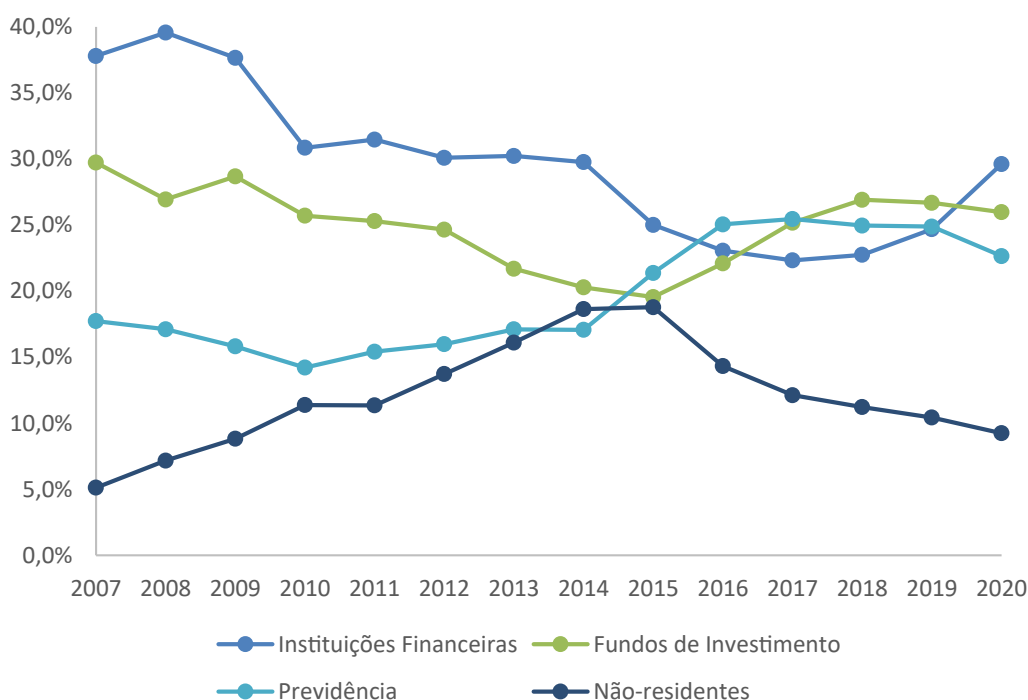
---

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

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

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

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



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

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

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

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

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

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



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

#### Ainda segundo LAPYDA (2021):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

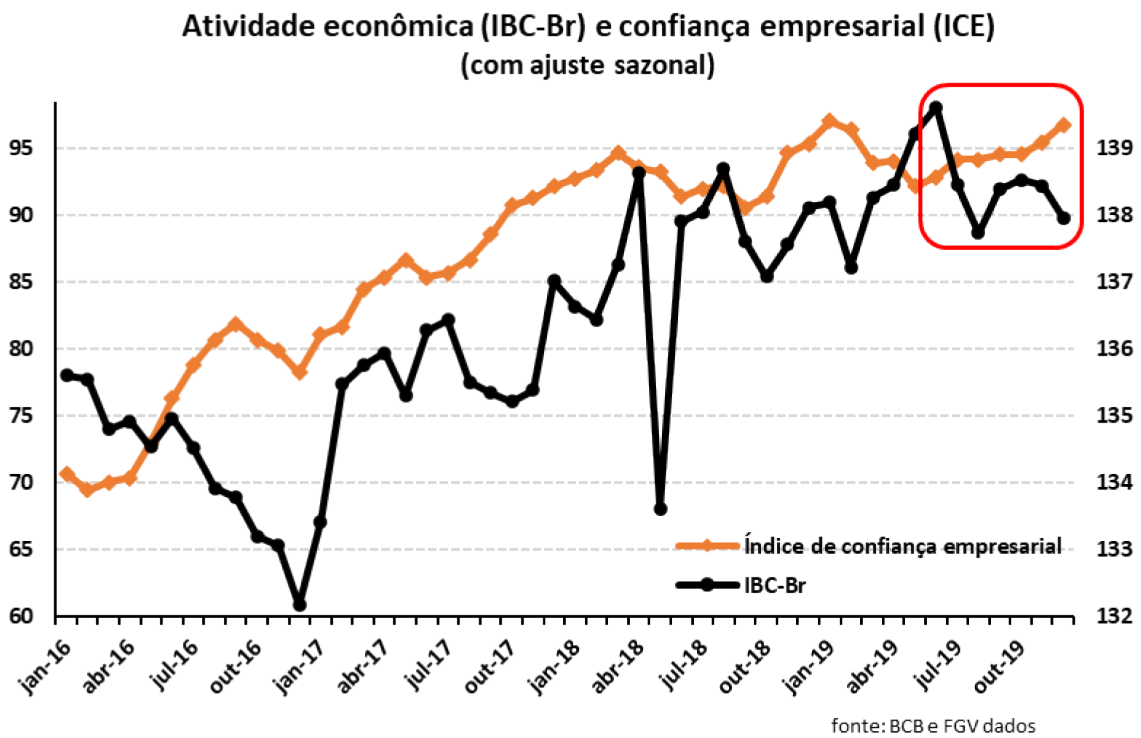
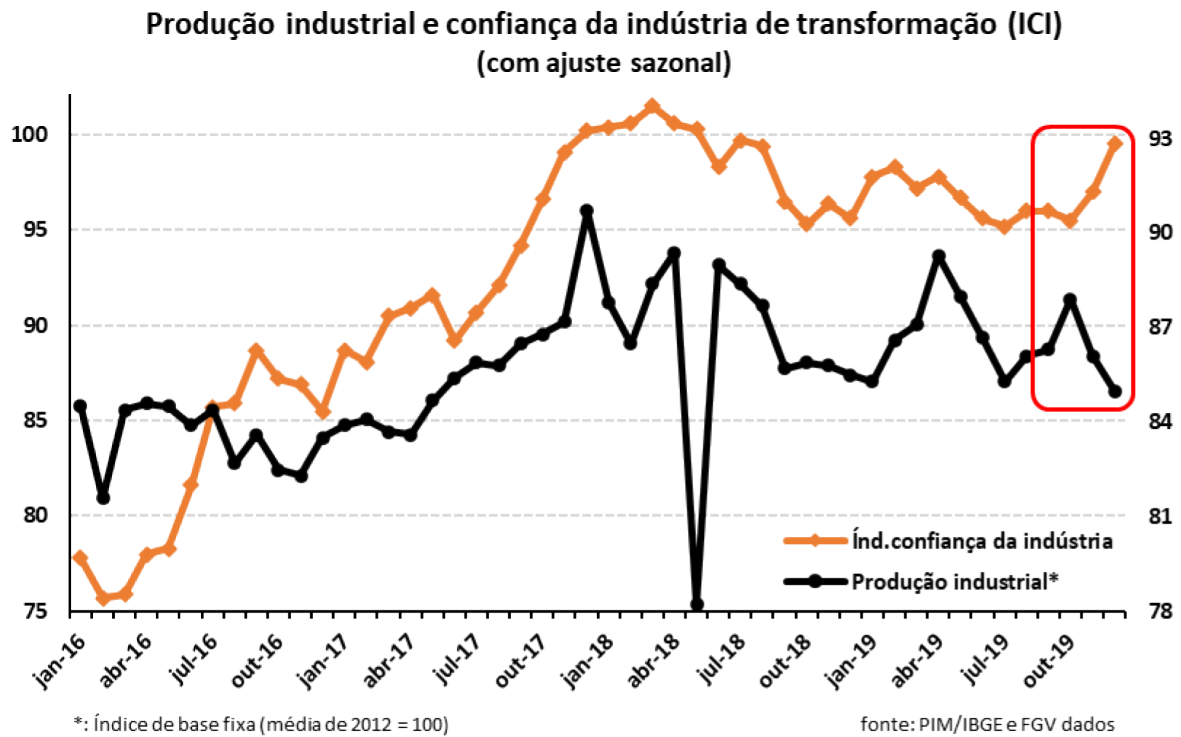
	<b>MAIS CRESCIMENTO</b> Crescimento econômico maior após ajuste	<b>MENOS CRESCIMENTO</b> Crescimento econômico menor após ajuste
<b>MAIS AUSTERIDADE</b> Política fiscal contracionista = retração / esterilização do gasto real	Irlanda (1987) Noruega (1983)	Finlândia (2000) Grécia (2005, 2006) Noruega (1979)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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Fonte: Legislação Brasileira. Elaboração própria.

## Referências

ARANTES, R. B. *et al.* Controles democráticos sobre a administração pública no Brasil: Legislativo, Tribunais de Contas, Judiciário e Ministério Público. In: LOUREIRO, M. R.; ABRUCIO, F. L.; PACHECO, R. S. (orgs.). **Burocracia e Política no Brasil: desafios para a ordem democrática no século XXI**. Rio de Janeiro: FGV, 2010.

ASSECOR (Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento). **Aperfeiçoamento das Normas Fiscais Brasileiras**. Brasília: Cadernos da Reforma Administrativa, n. 09, Fonacate, 2020.

BELLO, E.; BERCOVICI, G. e LIMA, M. M. **O Fim das Ilusões Constitucionais de 1988?** Rio de Janeiro: Rev. Direito e Práxis, Vol. 10, N.03, 2019, p. 1769-1811.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. (orgs.). **Austeridade para Quem: balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Carta Maior, Friederich Ebert Stiftung, 2015.

BELLUZZO, L. G., RAIMUNDO, L. C. e ABOUSCHEDID, S. **Gestão da Riqueza Velha e Criação de Riqueza Nova: a Modern Money Theory (MMT) é a solução?** Campinas: Revista Economia e Sociedade, n. ????, 2021.

BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. **Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession**. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2019.

BERCOVICI, G. **Constituição Econômica e Desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Ed. Malheiros, 2005.

BERCOVICI, G.; MASSONETO, L. F. **A Constituição Dirigente invertida: a blindagem da Constituição Financeira e a agonia da Constituição Econômica**. Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2016.

BLYTH, M. **Austeridade: a história de uma ideia perigosa**. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.

BRAGA, J. C. **A Financeirização da Riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais**. Campinas: Revista Economia & Sociedade, v. 2, n. 1, 1993.

BRAGA, J. C. **A Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo**. In: Tavares, M. C.; Fiori, J. L. (Orgs.). Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

BRASIL DEBATE et alli. **Mudar para Sair da Crise: alternativas para o Brasil voltar a crescer**. São Paulo: Brasil Debate, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas Para o Desenvolvimento, Fórum 21, Fundação Perseu Abramo, Plataforma Política Social, Le Monde Diplomatique Brasil e Rede Desenvolvimentista, 2015a.

BRASIL DEBATE et alli. **Subsídios para um Projeto de Desenvolvimento Nacional**. São Paulo: Brasil Debate, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas Para o Desenvolvimento, Fórum 21, Fundação Perseu Abramo, Plataforma Política Social, Le Monde Diplomatique Brasil e Rede Desenvolvimentista, 2015b.

BRUNO, M. e CAFÉ, R. **Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil**. In: IBGE. População, Espaço e

- Sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil. Rio de Janeiro: ENCE/IBGE, 2015.
- BRUNO, M. e CAFÉ, R. **Estado e Financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento**. Campinas: Revista Economia e Sociedade, IE-Unicamp, v. 26, núm. especial, 2017.
- CARDIM DE CARVALHO, F. **Keynes e os Pós-Keynesianos: princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.
- CARDOSO JR., J. C. e RAIMUNDO, L. C. **Ilusões Fiscais: equívocos do monetarismo e colapso histórico do liberalismo econômico**. Brasília: RBPO (Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento), volume 10, nº 1, 2020.
- CARDOSO JR. J. C. **Planejamento e Capacidade Governativa no Brasil: aporias e utopias para um mundo pós-pandêmico**. In: BERCOVICI, G., SICSÚ, J. e AGUIAR, R. (orgs.). Utopias para Reconstruir o Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2020.
- CARVALHO, D. U., MIRANDA, B. P. e GAMBI, T. F. **Financeirização e Fragilidade do Setor Público Brasileiro: um estudo para o período 2008-2014**. Curitiba: Revista de Economia da UFPR, v. 38, n. 67, 2017.
- CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, F. (org.). **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.
- CHESNAIS, F. **Tobin ou not Tobin: porque tributar o capital financeiro internacional em apoio aos cidadãos**. São Paulo: Ed. Unesp, Attac, 1999.
- CHESNAY, F. (org.). **A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CHESNAIS, F. **Las Deudas Ilegítimas: cuando los bancos meten mano en las políticas públicas**. Madrid: Clave Intelectual, 2012.
- CBJP (COMISSÃO BRASILEIRA JUSTIÇA E PAZ); IBRADES (INSTITUTO BRASILEIRO DE DESENVOLVIMENTO). **Brasil: pela ética na gestão do sistema financeiro nacional – a promiscuidade “público-privada” com especial atenção às contas CC-5**. São Paulo: Ed. Loyola, 2000.
- COUTO, L. e CARDOSO JR., J. C. **Governança Orçamentária: transformações e lacunas nas práticas de planejamento e orçamento no Brasil**. Brasília: Boletim de Análise Político-Institucional (BAPI), n. 19, Diest/Ipea, 2018.
- DALTO, F., GERIONI, E., OZZIMOLO, J., DECCACHE, D. e CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna (MMT): a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- DELGADO, G. **CF 30 Anos: finanças públicas sob o enfoque distributivo**. In: CARDOSO JR., J. C. 30 Anos da Constituição Federal Brasileira: notas para um obituário precoce. Brasília: Afipea-Sindical, 2018.
- DOWBOR, L. **A Era do Capital Improdutivo**. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.
- DOWBOR, L. O Parasitismo Financeiro e seus Malefícios. In: LACERDA, A. C. (org). **O Mito da Austeridade**. São Paulo: Ed. Contracorrente, 2019.

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

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

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

FATTORELLI, M. L. Sistema da Dívida Pública: entenda como você é roubado. In: SOUZA, J.; VALIM, R. (coords). **Resgatar o Brasil**. São Paulo: Ed. Contracorrente, Ed. Boitempo, 2018.

FEVEREIRO, J. L. Dívida Pública, problema ou solução. In: MARINGONI, G; MEDEIROS, J. (orgs). **Cinco Mil Dias: o Brasil na Era do Lulismo**. São Paulo: Ed. Boitempo, Fundação Lauro Campos, 2017.

FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO. **Os Donos do Dinheiro: o rentismo no Brasil**. São Paulo: FPA, 2019.

GIMENE, M. (2019). O novo regime fiscal e o sistema de planejamento e de orçamento federal. Brasília: **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, vol. 9, nº 1.

GIMENE, M. Planejamento e Sustentabilidade Fiscal. In: GIMENE, M. (org.). **Planejamento, Orçamento e Sustentabilidade fiscal**. Brasília: Assecor, 2020.

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F. A. **Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte: 2009.

GOOD, D. **The Politics of Public Money**. Toronto: University of Toronto Press, 2nd ed., 2014

IBASE (Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas). **Quem Controla o Sistema Financeiro**. Rio de Janeiro: IBASE, 2007.

IBASE (Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas). **Crise Financeira e Déficit Democrático**. Rio de Janeiro: IBASE, 2009.

LAPYDA, I. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003 a 2010)**. São Paulo: FFLCH-USP, Tese de Doutorado, 2019.

LAPYDA, I. **Os Principais Agentes Privados da Financeirização no Brasil do século XXI**. In: Cardoso Jr., J. C. (org.). Financeirização e Privatização das Finanças Públicas no Brasil: arranjo institucional e implicações econômicas e sociais. Brasília: Fonacate, 2021, no prelo.

LARA RESENDE, A. (2017). **Juros, Moeda e Ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. São Paulo: Editora Portfolio, 2017.

LAVINAS, L. e GENTIL, D. **Brasil anos 2000: a política social sob regência da financeirização**. São Paulo: Novos Estudos Cebrap, v.37, n.02, 2018.

LIN, Ken-Hou e NEELY, Megan Tobias. **Disvested. Inequality in the Age of Finance**. Oxford University Press, 2019.



MASSONETO, L. F. **O Direito Financeiro no Capitalismo Contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo.** Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MORETTI, B., SANTOS, E. e BANDEIRA, E. **CF 30 Anos: o desequilíbrio entre a questão fiscal e os direitos sociais em quatro tempos.** In: CARDOSO JR., J. C. 30 Anos da Constituição Federal Brasileira: notas para um obituário precoce. Brasília: Afipea-Sindical, 2018.

MORETTI, B.; FUNCIA, F. e OCKÉ-REIS, C. **Austeridade Fiscal e Clientelismo no Orçamento Público.** Disponível em: Austeridade fiscal e clientelismo no orçamento público (diplomatique.org.br). Acesso realizado em: 17 de agosto de 2021.

OLIVEIRA, F. A. **Economia e Política das Finanças Públicas no Brasil.** São Paulo: Hucitec, 2009.

PALHARES, J. E. (org). **A Internacional do Capital Financeiro.** São Paulo: FPA, 2014.

PAULANI, L. M. **Brasil Delivery.** São Paulo: Boitempo, 2008.

PLAT, S. **Capitalismo Criminoso: como as instituições financeiras facilitam o crime.** São Paulo: Cultrix, 2017.

ROSSI, P.; DWECK, E. OLIVEIRA, A. L. M. (orgs). **Economia para Poucos: impactos sociais da austeridade e alternativas para o Brasil.** São Paulo: Autonomia Literária, 2018.

SALAMA, P. **Financeirização no Brasil: um tigre de papel, com dentes atômicos?** Disponível em <https://aviagemdosargonautas.net/2014/06/17/financeirizacao-no-brasil-um-tigre-de-papel-com-dentes-atomicos/>, 2014.

TEIXEIRA, R. A. e PINTO, E. C. **A Economia Política dos Governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico.** Campinas: Revista Economia e Sociedade, IE-Unicamp, v. 21, 2012.

TOUSSAINT, E. **A Bolsa ou a Vida: a dívida externa do terceiro mundo e as finanças contra os povos.** São Paulo: FPA, 2002.

VIANA, N. **O Capitalismo na Era da Acumulação Integral.** Aparecida-SP: Ed. Santuário, 2009.

VIEIRA FILHO, L. A. M. **Gestão da Dívida Pública e a Política Monetária no EUA e no Brasil.** Campinas: Dissertação de Mestrado, IE-Unicamp, 2019.

VIGUERAS, J. H. **El Casino que nos Gobierna: tampus y juegos financieros a lo claro.** Madrid: Clave Intelectual, 2012.

WILDAVSKY, A. **The Politics of the Budgetary Process.** Boston: Little, 1964.

WILDAVSKY, A. e CAIDEN, N. **The New Politics of the Budgetary Process.** New York: Pearson; Longman, 2004.

# 10 Um Sistema Tributário feito sob medida para a Financeirização

Eduardo Fagnani<sup>1</sup>

José Celso Cardoso Jr<sup>2</sup>

## Resumo

No Brasil, a *tributação regressiva* e a *financeirização da riqueza e das próprias finanças públicas* têm funcionado como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo do fundo público no país. Por um lado, isso restringe e penaliza a capacidade de consumo e o poder de compra real da grande maioria da população, e por outro, afeta de forma estrutural o potencial de crescimento econômico e de bem-estar social da sociedade.

Neste sentido, o objetivo deste capítulo é demonstrar que a tributação no Brasil é altamente regressiva e está na contramão dos países capitalistas relativamente menos desiguais. São apresentados indicadores que revelam um sistema marcado por elevada tributação incidente sobre o consumo de bens e serviços e reduzida tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. Com isso, o peso dos tributos indiretos captura parte expressiva da renda

dos pobres, ao mesmo tempo que obtém parcela apenas residual da renda das classes mais abastadas.

Além disso, o sistema tributário brasileiro configura-se sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro. Neste caso, a transmutação do fundo público se processa por meio da montagem de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal. Em suma: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação do fundo público nacional, porém, uma parte crescente dele se transmuta em gasto público financeiro destinado à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental previamente contraída. Configura-se no país um regime de dominância financeira fortemente intermediado pelas finanças públicas nacionais.

1 Professor colaborador do Instituto de Economia da Unicamp.

2 Doutor em Desenvolvimento pelo IE-Unicamp, desde 1997 é Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA. Atualmente, exerce a função de Presidente da Afipea-Sindical e nessa condição escreve esse texto.

## 1. Introdução

Em uma economia monetária da produção, cujo país emite sua própria moeda e as dívidas e demais haveres financeiros estão expressos nessa moeda, o governo não precisa arrecadar antes para gastar depois, pois em última instância ele sempre vai poder emitir para se autofinanciar, ainda que, em condições de pleno emprego dos fatores de produção, isso possa gerar inflação e outros desequilíbrios reais na economia como resultado não desejável dessa prática. De todo modo, mesmo sendo assim, é necessário que haja um sistema de tributação obrigatório (e preferencialmente progressivo, se um dos objetivos desse país for também produzir justiça tributária e redistributiva), a ser honrado nessa moeda de curso legal, de modo que os agentes econômicos tenham que demandar e usar essa moeda para pagar os respectivos tributos e também para realizar suas próprias transações privadas, legitimando-a como moeda nacional preferencial, ao mesmo tempo que reconhecem e legitimam o próprio poder político do Estado no campo da criação e gestão da moeda nesse espaço territorial.<sup>3</sup>

**O objetivo deste capítulo é demonstrar que a tributação no Brasil é altamente regressiva e está na contramão dos países capitalistas relativamente menos desiguais. São apresentados indicadores que revelam o caráter historicamente regressivo do sistema nacional de impostos, especialmente presente na elevada tributação incidente sobre o consumo de bens e serviços e na reduzida tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. O peso dos tributos indiretos captura parte expressiva da renda dos pobres, ao mesmo tempo que obtém parcela apenas residual da renda das classes**

**mais abastadas. Trata-se, sem margem para dúvidas, de um sistema sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro.**

Como se sabe, a origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos amplos por meio dos quais a arrecadação primária do governo se realiza, mas é apropriada, de forma considerável, por poucos agentes privados que detêm o poder econômico. No caso brasileiro, a transmutação do fundo público se processa pela montagem paulatina de arranjo normativo e institucional que captura diversas formas de valorização dos fluxos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal.

No caso do sistema tributário, diversos mecanismos isentam agentes privados com poder econômico, o que resulta em baixa arrecadação proveniente dos extratos detentores das altas rendas e riqueza; e, para compensar essa limitação do processo de formação do fundo público, foram criados instrumentos de expropriação das camadas de menor renda. A injustiça fiscal e a limitação do fundo público têm consequências nefastas para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista. A tributação regressiva e a financeirização da riqueza e das próprias finanças públicas têm funcionado, no Brasil, como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo do gasto público no país, restringindo a capacidade de consumo e o poder de compra da grande maioria da população e afetando, estruturalmente, o potencial de crescimento econômico e de bem-estar social da sociedade.

A análise da tributação no Brasil deve, portanto, ser feita com base no debate inter-

3 É, portanto, o monopólio da violência (ou uso da força) em mãos do Estado que, historicamente, criou o seu próprio monopólio (ou violência do uso) da moeda oficial como aquela de curso forçado e validade geral em determinado território. A respeito, ver Aglietta e Orléan, 1990.

nacional sobre tributação e desigualdade. Nesse sentido, note-se que a concentração global da riqueza, que havia aumentado a partir dos anos de 1980, atingiu níveis ainda mais expressivos durante a pandemia, havendo um aumento “sem precedentes” na riqueza dos bilionários, o “maior aumento de todos os tempos”, e piora das condições de vida da população mais vulnerável. Hoje, o patrimônio dos 10 homens mais ricos do mundo é maior do que o dos 3,1 bilhões de pessoas mais pobres, diz o relatório. Uma das conclusões do estudo é que a “*desigualdade nos dias de hoje é tão abissal quanto era no auge do imperialismo ocidental no início do século 20. A Era de Ouro do final do século 19 foi superada*” (Oxfam, 2022:10).

Como nas crises do século passado, a tributação progressiva sobre as altas rendas e a riqueza voltaram a ser recomendadas pelo *establishment* internacional. Ou seja, são as próprias instituições internacionais (como o FMI, OCDE, Banco Mundial e CEPAL, por exemplo) e governos de países centrais (como os EUA, por exemplo) que estão propondo “gastar mais”. “*Por favor, gaste. Gaste o máximo que puder e depois gaste um pouco mais*”, disse Kristalina Georgieva, diretora do Fundo Monetário Internacional (FMI).<sup>4</sup>

Nessa linha, é emblemático o programa Reconstruir Melhor, anunciado pelo presidente dos EUA, Joe Biden, que prevê dois planos de expansão do investimento público, a saber: i) o Plano Americano de Empregos; e ii) o Plano das Famílias Americanas, que juntos resultarão em gastos públicos

da ordem de US\$ 4,1 trilhões em uma década. Esses gastos somar-se-ão aos US\$ 1,9 trilhão do plano fiscal de mitigação dos impactos da pandemia da Covid-19:

*“A magnitude do investimento público previsto surpreendeu muitos analistas, que viram semelhanças com as iniciativas de ampliação do investimento público adotadas pelo presidente Franklin Roosevelt no âmbito do New Deal na década de 1930”* (FREITAS, 2021).

Além de “gastar mais”, esses atores propõem “tributar mais”, tanto as altas rendas e riquezas como os lucros extraordinários das grandes corporações, para financiar serviços essenciais. Nessa linha, é emblemática a visão do comentarista econômico da conservadora Financial Time, para quem “*taxar e gastar pode virar o novo normal na economia*”<sup>5</sup>

O próprio FMI propõe ampliar a “*progressividade de impostos sobre grupos mais afluentes e menos afetados*” pela crise.<sup>6</sup> A tributação sobre herança é “o imposto certo na hora certa”, afirmou o chefe de políticas tributárias e estatística da OCDE.<sup>7</sup> Economistas do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) também recomendam a *tributação progressiva* para enfrentar o cenário pós-crise: “corroborando o Juiz Oliver Wendell Holmes: “*os impostos são o preço que pagamos por uma sociedade civilizada*” (BARREIX, GARCIMARTIN, VERDI, 2021). No caso do Plano Biden, parte do financiamento dos investimentos virá do Plano Tributário *Made in America*, que am-

4 “Gaste o máximo que puder, e depois um pouco mais”, diz FMI aos governos do mundo todo. R7, 16/1/2021. <https://livecoins.com.br/gaste-o-maximo-que-puder-fmi/>

5 “Taxar e gastar pode virar o novo normal na economia”, Martin Sandbu, Financial Times. Valor, 5/8/2020. <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2020/08/05/taxar-e-gastar-pode- virar-o-novo-normal-na-economia.ghtml>

6 Por que taxar mais ricos pode ser saída para países endividados após pandemia, na visão do FMI. Alessandra Corrêa da BBC News Brasil, *Folha*, 14/10/2020. <https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2020/10/14/por-que-taxar-mais-ricos-pode-ser-saida-para-paises-endividados-apos-pandemia-na-visao-fmi.htm?cmpid=copiaecola>

7 Taxar herança é ‘imposto certo no momento certo’, afirma OCDE. *Folha de S.Paulo*, 11/05/2021. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/05/taxar-heranca-e-imposto-certo-no-momento-certo-afirma-ocde.shtml>

plia a tributação das altas rendas e riquezas das pessoas físicas, corporações e grandes multinacionais (FREITAS, 2021).

No Brasil, reduzir a desigualdade e ampliar a justiça fiscal é *imperativo civilizatório*, pois somos uma das nações com o maior abismo entre ricos e pobres do mundo e nosso sistema tributário é um dos mais regressivos do planeta. O país atravessa a maior crise sanitária, socioeconômica e humanitária da sua história, o que contrasta com o formidável enriquecimento dos seus bilionários desde o início da pandemia.

Note-se que, a despeito da crise, o país tem 40 novos representantes na lista de bilionários em 2021 da Forbes.<sup>8</sup> Segundo a Oxfam, desde março de 2020, quando a pandemia foi declarada, o aumento da riqueza dos bilionários foi de 30% (US\$ 39,6 bilhões), enquanto 90% da população teve uma redução de renda entre 2019 e 2021. Os 20 maiores bilionários do país têm uma riqueza maior que 128 milhões de brasileiros (60% da população). *"É inadmissível que alguns poucos brasileiros tenham lucrado tanto durante a pandemia quando a esmagadora maioria da população ficou mais pobre"*, afirma a diretora executiva da Oxfam Brasil.<sup>9</sup>

Dados da Forbes mostram que o Brasil ocupa o 7º lugar entre os dez países que ganharam mais bilionários na última década.<sup>10</sup> Nesse decênio, o "clube dos super ricos"

brasileiros subiu de 30 para 238, sendo que a fortuna acumulada desse grupo passou de R\$ 217,7 bilhões para R\$ 1,6 trilhão, em valores correntes. Em 2010, esse patrimônio representava cerca de 6% do PIB brasileiro. Em 2020 passou para cerca de 23% do PIB, um valor quase igual ao PIB do Chile em 2018.<sup>11</sup> Chama a atenção o fato de que a riqueza desse grupo aumentou quase quatro vezes num período marcado por estagnação econômica e piora generalizada das condições de vida dos brasileiros. O paradoxo é que o sistema brasileiro possui diversos mecanismos que isentam os bilionários de tributação.

O Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) têm baixa progressividade e reduzido poder arrecadatório, porque carregam em si diversos mecanismos que isentam de tributação as camadas de altas rendas e grande parte das rendas do capital. Enquadram-se aí os rendimentos remetidos para o exterior, aos sócios e acionistas estrangeiros, os quais, por conta desses dispositivos, permitem que os contribuintes de altas rendas tenham mais de 70% dos seus rendimentos não tributados, pagando alíquota efetiva semelhante aos contribuintes de rendas baixa e média. O IPVA, por exemplo, incide sobre motos e carros populares, mas não incide sobre helicópteros e iates; assim como o Imposto sobre Grandes For-

8 Brasil tem 40 novos bilionários em 2021, ano de pandemia, diz Forbes. Uol, 27/08/2021. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/08/27/40-novos-bilionarios-brasileiros-forbes.htm>

9 Um novo bilionário surgiu a cada 26 horas durante a pandemia, enquanto a desigualdade contribuiu para a morte de uma pessoa a cada quatro segundos. Oxfam Brasil. 16/01/2022. <https://www.oxfam.org.br/noticias/um-novo-bilionario-surgiu-a-cada-26-horas-durante-a-pandemia-enquanto-a-desigualdade-contribuiu-para-a-morte-de-uma-pessoa-a-cada-quatro-segundos/#:~:text=No%20Brasil%2C%20s%C3%A3o%2055%20bilion%C3%A1rios,2%25%20entre%202019%20e%202021>.

10 Brasil ocupa 7º lugar entre os 10 países que ganharam mais bilionários na última década. Forbes. 24/04/2020. <https://forbes.com.br/listas/2020/04/brasil-ocupa-7o-lugar-entre-os-10-paises-que-ganharam-mais-bilionarios-na-ultima-decada/>

11 Número de brasileiros bilionários salta de 18 para 30, aponta "Forbes" Uol, 9/03/2011. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2011/03/09/numero-de-brasileiros-bilionarios-salta-de-18-para-30-aponta-forbes.htm?cmpid=copiaecola>; Brasil chega a 238 bilionários em 2020; fortuna total é quase PIB do Chile. Uol, 21/09/2020. <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2020/09/21/novos-bilionarios-da-revista-forbes.htm?cmpid=copiaecola>

tunas (IGF), aprovado em 1988, ainda não foi implementado e a alíquota máxima do imposto sobre heranças é residual frente às praticadas por países da OCDE. Por seu turno, a propriedade rural, num país com presença marcante do latifúndio e do agrogócio, está praticamente isenta de tributação.

Além de estarmos na contramão do mundo em matéria de tributação progressiva, somos párias internacionais no debate sobre o tema. Aqui, sequer as ideias liberais de “gastar mais” e “tributar mais”, hoje em voga nos países desenvolvidos, prosperam. Na Reforma Tributária, a agenda prioritária do Congresso Nacional está absolutamente apartada do debate internacional. Prioriza-se, exclusivamente, a simplificação da tributação do consumo e omite-se, por completo, a necessária tributação das altas rendas e riquezas. Essa agenda, já limitada, tornou-se anacrônica após a crise agravada pela Covid-19.

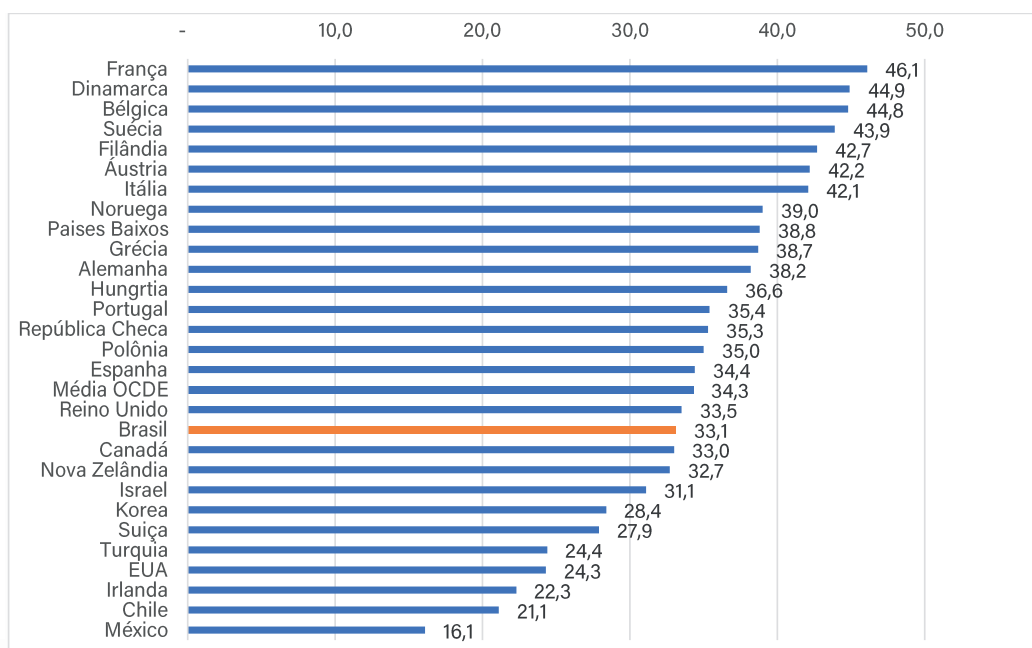
## 2. A Carga Tributária não é Alta, mas Mal Distribuída

O senso comum de que a carga tributária no Brasil é alta não traduz a realidade. O correto é que ela é mal distribuída entre pobres e ricos. Em outras palavras a carga tributária é elevadíssima para as camadas de baixa renda e para alguns setores da classe média, mas residual para as classes mais abastadas, havendo diversos mecanismos que fazem com que mais de dois terços da renda dos bilionários seja isenta de tributação.

**Isso porque a tributação no Brasil assenta-se, substancialmente, na tributação do consumo de bens e serviços e, apenas marginalmente, na tributação das altas rendas e dos grandes patrimônios. Daí decorre o seu caráter regressivo que confronta o princípio liberal da equidade tributária contemplado na Constituição Federal de 1988.**

Na comparação internacional, a carga tributária brasileira (33,1 % do PIB, em 2018) é inferior à observada na média dos países que integram a OCDE (34,3% do PIB), cf. dados do Gráfico 1.

**Gráfico 1: Carga Tributária no Brasil e em países da OCDE.  
Em % do PIB, 2018.**

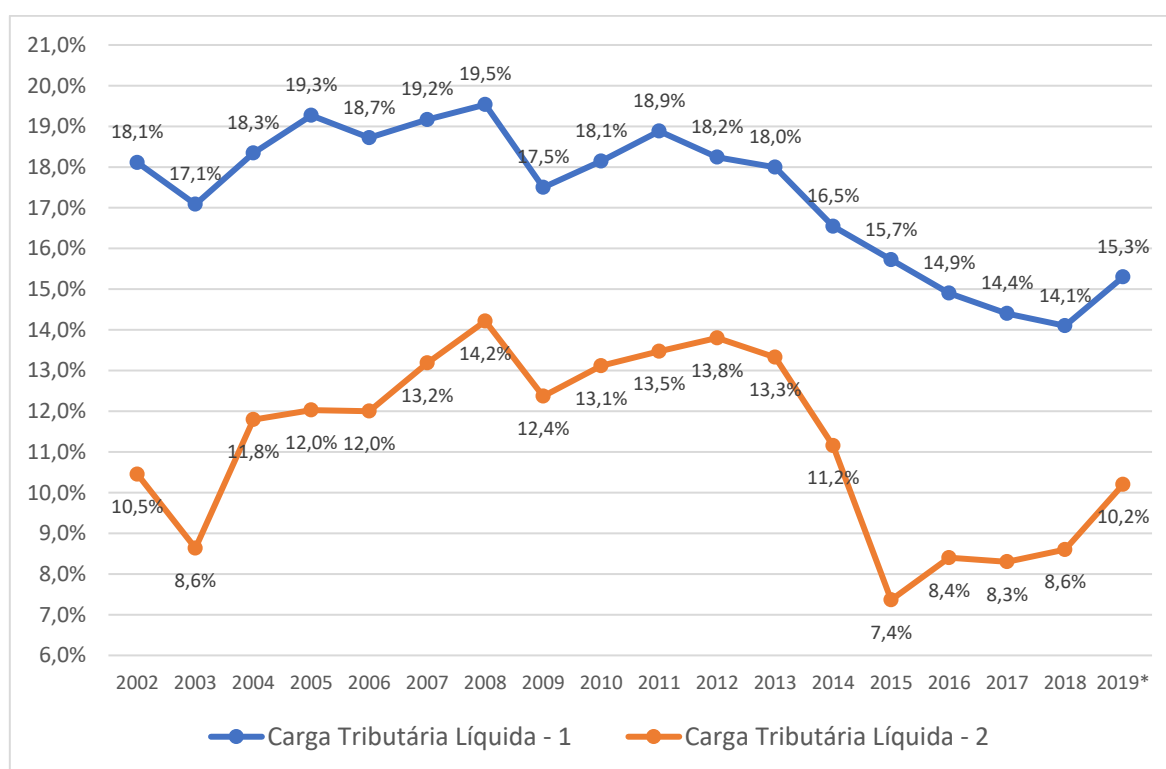


Fonte: Boletim Resultado do Tesouro Nacional (fevereiro de 2020). GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

Em relação aos países da América Latina, a carga tributária brasileira é maior porque aqui, desde a CF-1988, ao contrário da maior parte dessas nações, o país tem procurado implantar um modelo abrangente de bem-estar social. Como mencionado, o problema maior reside no fato de que a carga tributária brasileira é mal distribuída, onerando proporcionalmente mais os pobres e menos as altas rendas e riquezas, porque o sistema assenta-se, predominantemente, na tributação indireta e não na direta.

Com as transferências para a Previdência e Assistência Social e demais subsídios, a “carga tributária líquida (1)” foi de 15,3% do PIB em 2019. Se computarmos as despesas com juros, a “carga tributária líquida (2)” cai para 10,2% do PIB. Ou seja, os juros consumiram 5,1% do PIB em 2019; montante esse que havia sido de 8,3% do PIB em 2015, cf. Gráfico 2.

**Gráfico 2: Carga tributária líquida no Brasil. Em % do PIB, 2002-2019.**



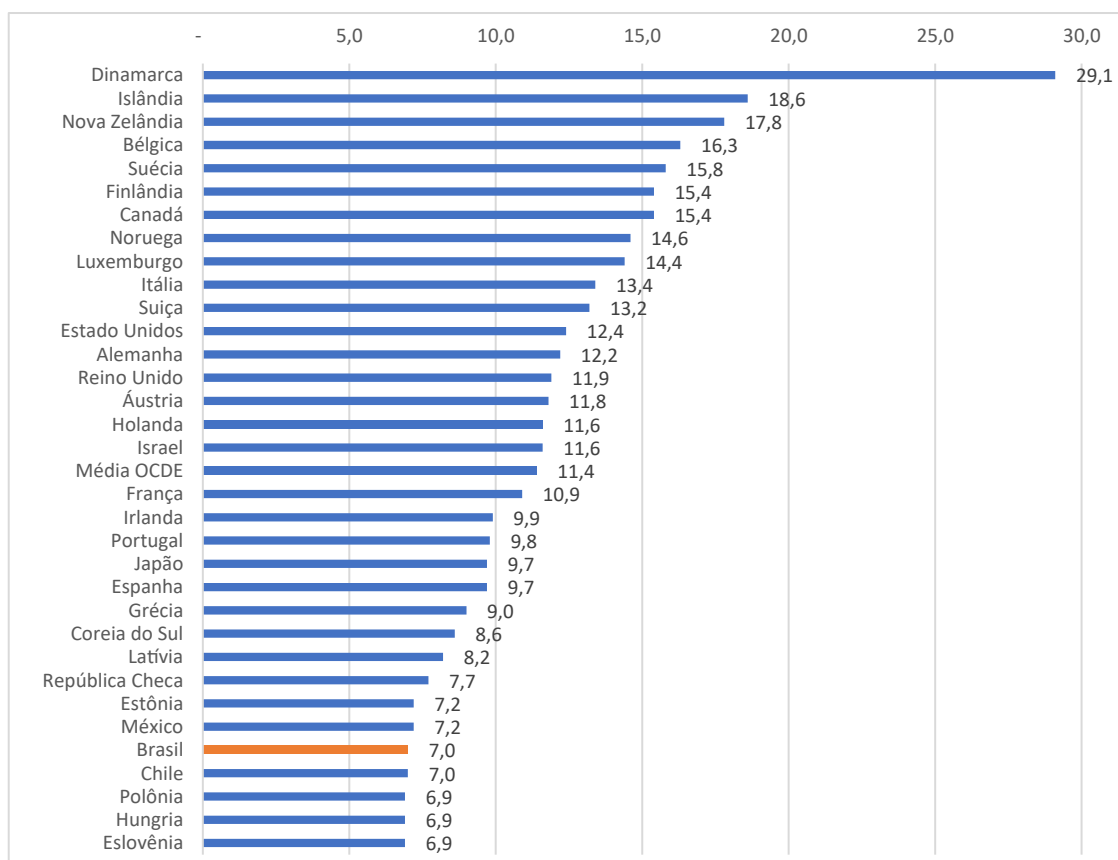
**Notas:** Carga Tributária Líquida 1 = Carga Tributária Bruta - Transferências para a Previdência e Assistência Social e Subsídios. Carga Tributária Líquida 2 = Carga Tributária Líquida 1 - Despesas com Juros. **Fonte:** BCB e SPE/MF GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

### 3. A Reduzida Tributação das Altas Rendas.

Um dos pilares da regressividade do sistema tributário brasileiro é a baixa tributação das altas rendas e patrimônios, ou dito de outra forma, a baixa tributação sobre os fluxos de renda e estoques de riqueza das camadas mais ricas da sociedade. O Gráfico 3 mostra que a carga

tributária incidente no Brasil sobre a renda, lucros e ganhos de capital é de apenas 7% do PIB. Ocupa a 5ª pior posição numa lista de 33 países. Está acima, apenas, do Chile, Polônia, Hungria e Eslovênia. A média da OCDE é de 11,4% do PIB e há uma dezena de países onde a tributação da renda, lucro e ganhos de capital é mais que o dobro da praticada no Brasil.

**Gráfico 3: Carga tributária sobre a Renda, Lucro e Ganhos de Capital no Brasil e países da OCDE.**  
Em % do PIB, 2017.



Fonte: Carga Tributária no Brasil 2018 – Análise por Tributos e Bases de Incidências - Edição março de 2020. GOMES E SIL SILVA DA CRUZ (2021).

Essa baixa tributação da renda, lucro e ganhos de capital na comparação internacional deve-se a vários fatores. No caso da pessoa jurídica, há mecanismos que reduzem, significativamente, a tributação efetiva. Atualmente, o lucro da pessoa jurídica sofre a incidência de dois tributos: o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL). A alíquota nominal de IRPJ é de 15%, e o lucro que exceder determinado valor é tributado em mais 10%. A taxa da CSLL incidente sobre o lucro tributável é de 9% para as empresas em geral.<sup>12</sup> Portanto, a *alíquota nominal* de tributação das empresas no Brasil é de 34%, o que a

faz parecer elevada na comparação internacional. Entretanto, ressalva-se que a alíquota nominal não é o melhor indicador a ser utilizado. São as *alíquotas efetivas* que melhor definem o nível real de tributação. Mais especificamente, um país que pratica a alíquota nominal elevada pode ter alíquota efetiva menor por conta de mecanismos que acabam reduzindo a incidência efetiva sobre a renda das empresas (incentivos fiscais, subsídios, reduções de bases de cálculo, créditos ou ajustes diversos).

**Esse é o caso do Brasil, que a partir de 1995 implantou diversos mecanismos que desoneraram o Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) (INTROÍNI E**

12 No caso de instituições financeiras, esta alíquota é de 15%.



**OUTROS, 2018). Dois mecanismos legais excêntricos se destacam. O primeiro é a isenção total da tributação dos lucros e dividendos distribuídos aos sócios e acionistas das empresas, sejam pessoas físicas ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, inclusive os residentes no exterior. O segundo é a previsão legal para dedução dos chamados “juros sobre o capital próprio”, criada para permitir a dedução de suposta despesa financeira de modo a reduzir o lucro tributável.**

Além desses mecanismos, também se destacam os seguintes: i) a “amortização fiscal do ágio” pago pela empresa investidora, criado em 1997 como incentivo fiscal para estimular a privatização de empresas estatais; ii) o planejamento tributário abusivo que confronta os princípios da capacidade contributiva e da isonomia fiscal na interpretação e aplicação da legislação tributária; e iii) a questão, não combatida no Brasil, dos paraísos fiscais, que permitem a ocultação de ativos e a evasão fiscal.

Outra distorção da tributação dos lucros das pessoas jurídicas no Brasil está relacionada aos regimes de Lucro Presumido e o Simples Nacional. Atualmente, existem três regimes de tributação de lucros das pessoas jurídicas: Lucro Real, Lucro Presumido e o Simples Nacional. O Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), por sua natureza, deveria incidir sobre o acréscimo patrimonial, representado pelo lucro apurado no exercício findo. Entretanto, nem todas as empresas recolhem tributos sobre o lucro apurado contabilmente. Entre os regimes de tributação da renda da Pessoa

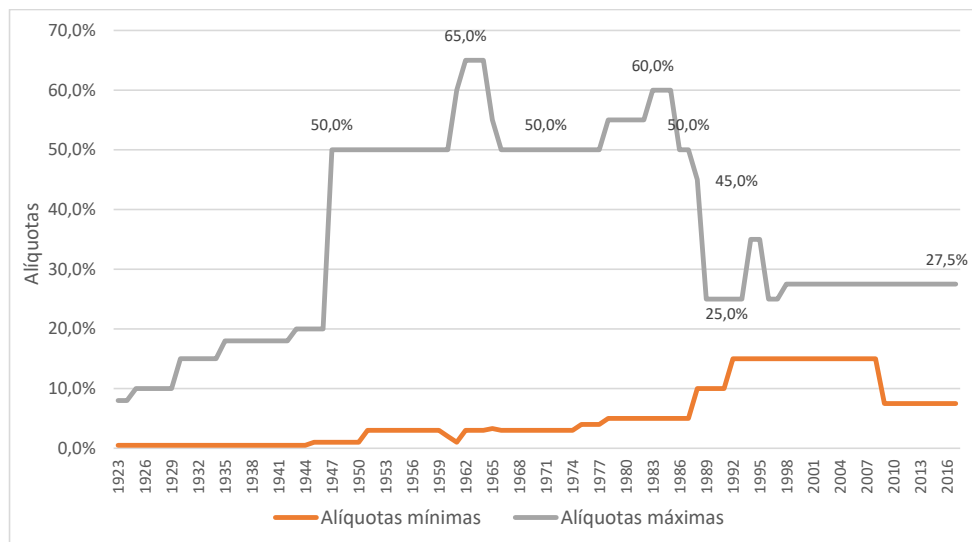
Jurídica, somente o denominado Lucro Real obriga a tributação do resultado apurado a partir da contabilidade empresarial. Os regimes de Lucro Presumido e o Simples Nacional tributam o lucro apurado com base em percentuais do faturamento. Em 2013, a quantidade de empresas que foram tributadas pelo Lucro Real, por exemplo, representou apenas 3% do total, enquanto as empresas tributadas pelo Lucro Presumido e pelo Simples Nacional representavam 97% do total.

No caso do Simples Nacional, a adesão ao regime requer faturamento anual de até R\$ 4,8 milhões. Na comparação internacional, esse tratamento diferenciado é assegurado apenas **às empresas de menor porte e faturamento**.<sup>13</sup> O elevado limite praticado no Brasil, portanto, apresenta distorções, por permitir que uma quantidade muito grande de pequenas empresas tenha que enfrentar uma situação de concorrência desigual com empresas de médio porte.

No caso do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), a reforma neoliberal dos anos de 1990 reduziu, drasticamente, sua progressividade (HICKMANN e OUTROS, 2018). Em primeiro lugar, porque, após a promulgação da Constituição de 1988, a alíquota máxima do IRPF caiu pela metade (de 45% para 25%). O Brasil já praticou alíquota máxima no IRPF mais elevada que a praticada atualmente. Entre 1945 e 1980, ela situou-se em patamar próximo de 50% (tendo atingido 65% entre 1962 e 1964); em 1988, foi reduzida para 25%; e, desde 1998, permanece em 27,5% (Gráfico 4).

13 Teto do Simples destoa de benefícios concedidos por outros países, diz FGV. Valor, 14/11/2019. <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/11/14/teto-do-simples-destoa-de-beneficios-concedidos-por-outros-paises-diz-fgv.ghtml>

**Gráfico 4: Alíquotas Mínimas e Máximas do IRPF no Brasil entre 1923-2017.**



Fonte: NÓBREGA (2014) e Receita Federal. Apud INTROÍNI, Paulo Gil e outros (2018)

Adicionalmente, a reforma neoliberal dos anos de 1990 reduziu, drasticamente, a progressividade do IRPF porque, como mencionado, a partir de 1995, passou-se a permitir a dedução dos juros sobre o capital próprio, pagos aos sócios e acionistas, do lucro tributável das pessoas jurídicas; e foi concedida isenção total da tributação sobre lucros e dividendos distribuídos aos sócios e acionistas (pessoas físicas e jurídicas, nacionais e estrangeiras).

Na vigência dessas regras, os acionistas (pessoas físicas e jurídicas) da Petrobrás, Vale do Rio Doce e Usiminas, por exemplo, que receberão lucros e dividendos abusivos em 2022, não pagarão um centavo de tributo. Note-se que o lucro líquido da Petrobrás atingiu R\$ 106,6 bilhões em 2021, um aumento de 1.400% em relação ao ano anterior. A Vale registrou aumento de lucros de 634% no quarto trimestre do ano passado, em relação a igual período de 2020. No acumulado do ano, o lucro líquido da mineradora somou US\$ 22,4 bilhões, uma alta de 360% em relação a 2020. Outro caso exemplar é a Usiminas, cujos lucros obtidos em

2021 foram 821% superiores aos registrados no ano anterior.

Os dados acerca dos grandes números das declarações do IRPF de 2021, feitas com base nos rendimentos de 2020, divulgados pela Receita Federal do Brasil, dão conta que a renda declarada por brasileiros com lucros e dividendos subiu a R\$ 384,3 bilhões em 2020. O valor é 7% maior que o declarado nessa fonte de rendimentos em 2019. De cada R\$ 100 declarados como lucros e dividendos, R\$ 70 estavam nas mãos do 1% mais rico do país, vale dizer, um seleto grupo de 316.348 declarantes que teve rendimentos entre R\$ 603,1 mil e R\$ 2,6 bilhões no ano de 2020.<sup>14</sup> Como mencionado, os lucros e dividendos recebidos pela pessoa física são isentos de Imposto de Renda no Brasil.

**Além desses fatores, a baixa tributação da renda, lucro e ganhos de capital na comparação internacional deve-se ao fato de que alíquota máxima do IRPF é, no Brasil, de apenas 27,5%. Nos países da OCDE, em média, a alíquota máxima é de 41,0%. Essa alíquota é superior a 50%**

14 Renda de brasileiros com lucros e dividendos cresce na pandemia e atinge R\$ 384 bi. FSP, 4/03/22. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/03/renda-de-brasileiros-com-lucros-e-dividendos-cresce-na-pandemia-e-atinge-r-384-bi.shtml>

em nações como Bélgica, Holanda, Suécia, Dinamarca e Japão, por exemplo; e entre 40% e 50% na Alemanha, França, Itália, Noruega, Portugal e Reino Unido. A alíquota máxima praticada no Brasil é inferior à praticada em muitos países da América Latina, como a Argentina (35%), Chile (40%) e Colômbia (33%), por exemplo. Entre os países emergentes, a alíquota do Brasil era também inferior à da China (45%), da Índia (34%) e da Turquia (35%), cf. Tabela 1.

**Tabela 1: Evolução das Alíquotas do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) no Brasil e Países Selecionados. Em %, 2015.**

PAÍSES	ALÍQUOTAS MÁXIMAS DO IRPF
Alemanha	45,0
Bélgica	50,0
Dinamarca	53,4
Estados Unidos	39,6
Espanha	47,0
França	45,0
Holanda	52,0
Itália	43,0
Japão	50,8
Noruega	47,2
Portugal	48,0
Suécia	57,0
Reino Unido	45,0
Média da OCDE	<b>41,0</b>
Argentina	35,0
Brasil	<b>27,5</b>
Chile	40,0
China	45,0
Colômbia	33,0
Índia	34,0
México	35,0
Nicarágua	30,0
Peru	30,0
Turquia	35,0
Uruguai	30,0
Venezuela	34,0

Fonte: KPMG. *Global Tax Rate Survey*, vários anos. OLIVEIRA (2018).

Em função dos fatores expostos, nota-se que a arrecadação IRPF no Brasil é excessivamente

reduzida na comparação internacional. Em 2015, ela representou apenas 2,5% do PIB. Nos quase 30 países visualizados na Tabela 2, essa participação é superior, apenas, à praticada no Chile, Colômbia e Peru. Na maior parte das demais nações a tributação da renda da pessoa física é três ou quatro vezes superior à brasileira.

**Tabela 2: Imposto sobre a Renda das Pessoas Físicas (IRPF) no Brasil e Países Selecionados. Em %, 2015.**

PAÍS	% PIB
Alemanha	9,8%
Argentina	3,2%
Austrália	11,7%
Áustria	10,5%
Bélgica	12,7%
Brasil	<b>2,5%</b>
Canadá	11,8%
Chile	2,0%
Colômbia	1,2%
Coreia do Sul	4,3%
Espanha	7,2%
Estados Unidos	10,6%
França	8,5%
Grécia	5,5%
Holanda	7,7%
Irlanda	7,3%
Islândia	13,5%
Israel	6,1%
Itália	11,3%
Japão	5,8%
México	3,3%
Nova Zelândia	12,6%
Peru	1,8%
Polônia	4,7%
Portugal	7,3%
Reino Unido	9,0%
Turquia	3,7%

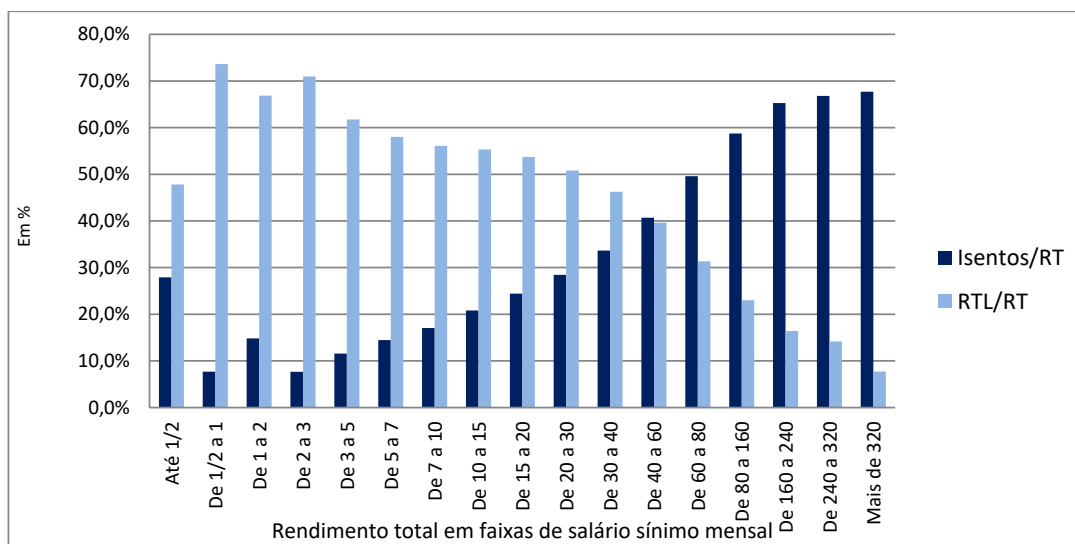
Fonte: Elaborado por INTROINE E OUTROS (2019) a partir de dados disponíveis em: América Latina: [http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/data/revenue-statistics-in-latin-america\\_ctpa-revlat-data-en](http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/data/revenue-statistics-in-latin-america_ctpa-revlat-data-en) <http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=RSLACT&lang=en>; OCDE: [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE\\_I1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE_I1) [http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/revenue-statistics\\_2522770x](http://www.oecd-ilibrary.org/taxation/revenue-statistics_2522770x).

Em função desses diversos mecanismos pelos quais o Brasil isenta de tributação os bilionários, nota-se que, no caso do IRPF, quanto maior a renda, menos impostos

eles pagam. Quem ganha mais de 240 salários-mínimos mensais, por exemplo, tem não tributados quase 70% dos seus rendimentos, cf. Gráfico 5.

### Gráfico 5: Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) no Brasil, 2016.

Em % da renda isenta e não tributável (isentos) na renda total declarada (RT)  
 Em % da renda tributária líquida (RTL) na renda total declarada (RT)  
 (por faixas de rendimentos totais em salários-mínimos mensais)



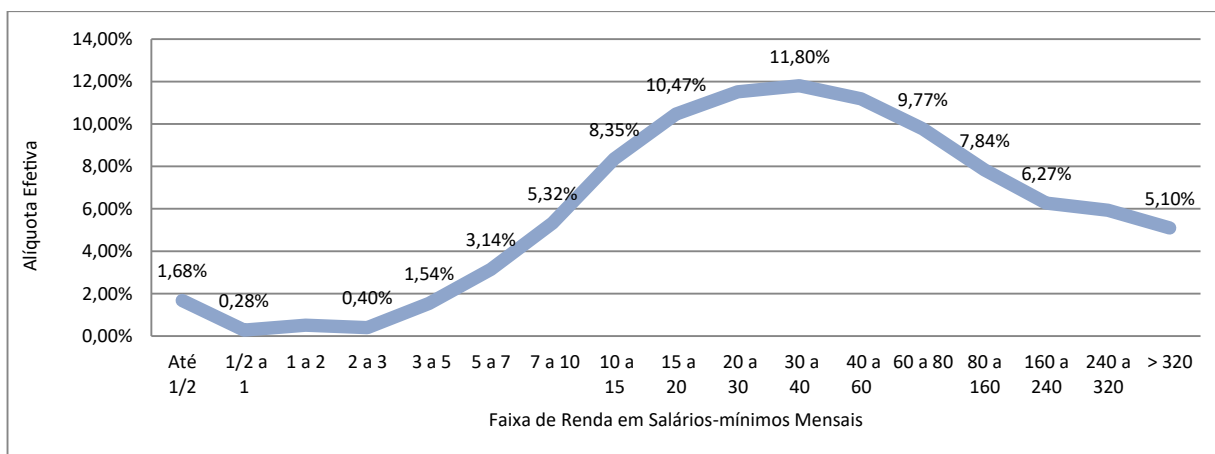
Fonte: Brasil/RFB (2017). Elaborado por INTROÍNI E OUTROS (2018)

Por conta desses fatores, o IRPF é progressivo até a faixa dos que recebem de 30 a 40 salários-mínimos mensais. Após esse ponto, o imposto torna-se regressivo. Note-se que a alíquota efetiva média do IRPF (imposto pago dividido pela renda total)

daqueles que recebem acima de 320 SM mensais, por exemplo, é de apenas 5,1%, patamar muito próximo da alíquota efetiva daqueles que recebem pouco mais de 7 SM mensais, cf. Gráfico 6.

### Gráfico 6: Alíquota efetiva média do IRPF no Brasil, 2016.

Por faixa de renda em salários-mínimos mensais



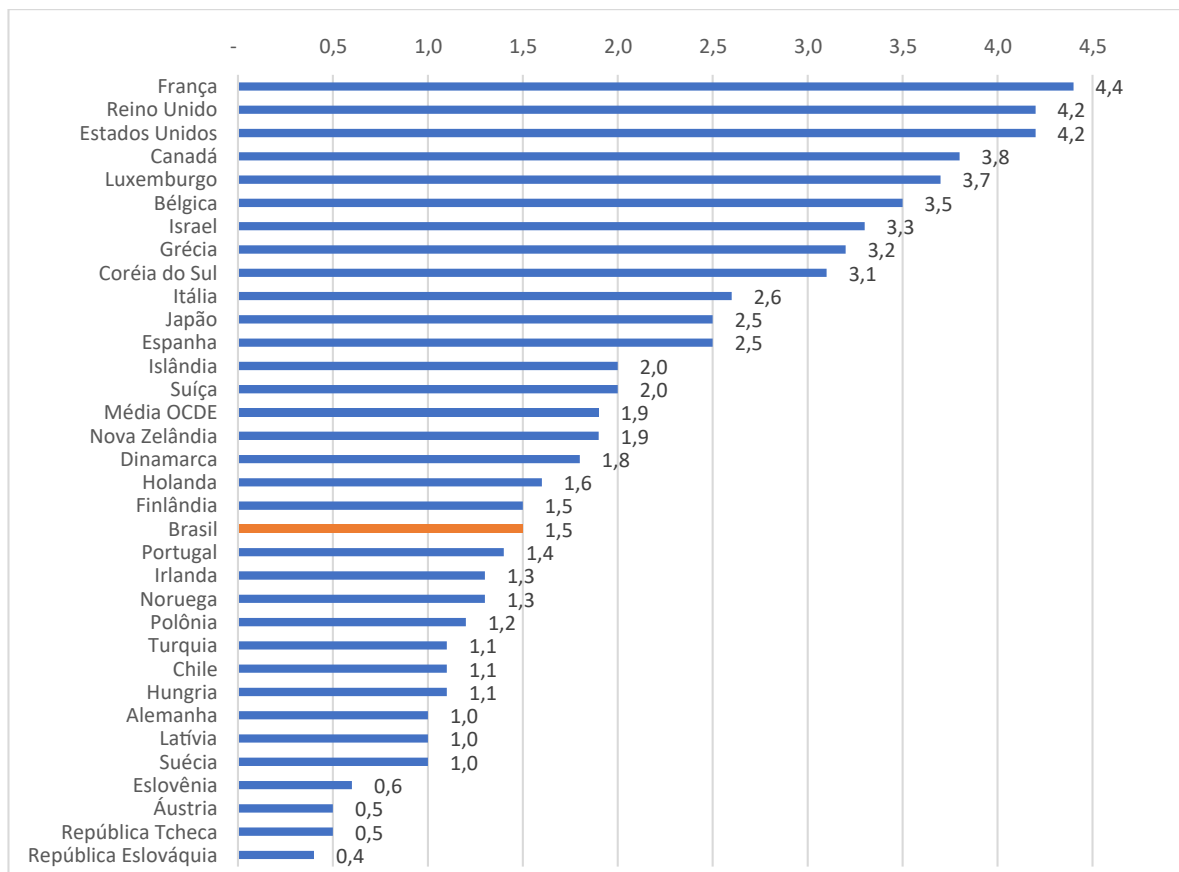
Fonte: Brasil/RFB (2017). Elaborado por INTROÍNI E OUTROS (2018).

## 4. A Reduzida Tributação da Riqueza e da Propriedade.

brasileiro é a baixa tributação que incide sobre a riqueza e a propriedade na comparação internacional (Gráfico 7).

Outra anomalia do sistema tributário

**Gráfico 7: Carga tributária sobre a propriedade no Brasil e países da OCDE. Em % do PIB, 2017.**



Fonte: RFB. Carga Tributária no Brasil (2018) – Análise por Tributos e Bases de Incidências. Edição março de 2020. GOMES E SIL SILVA DA CRUZ (2021).

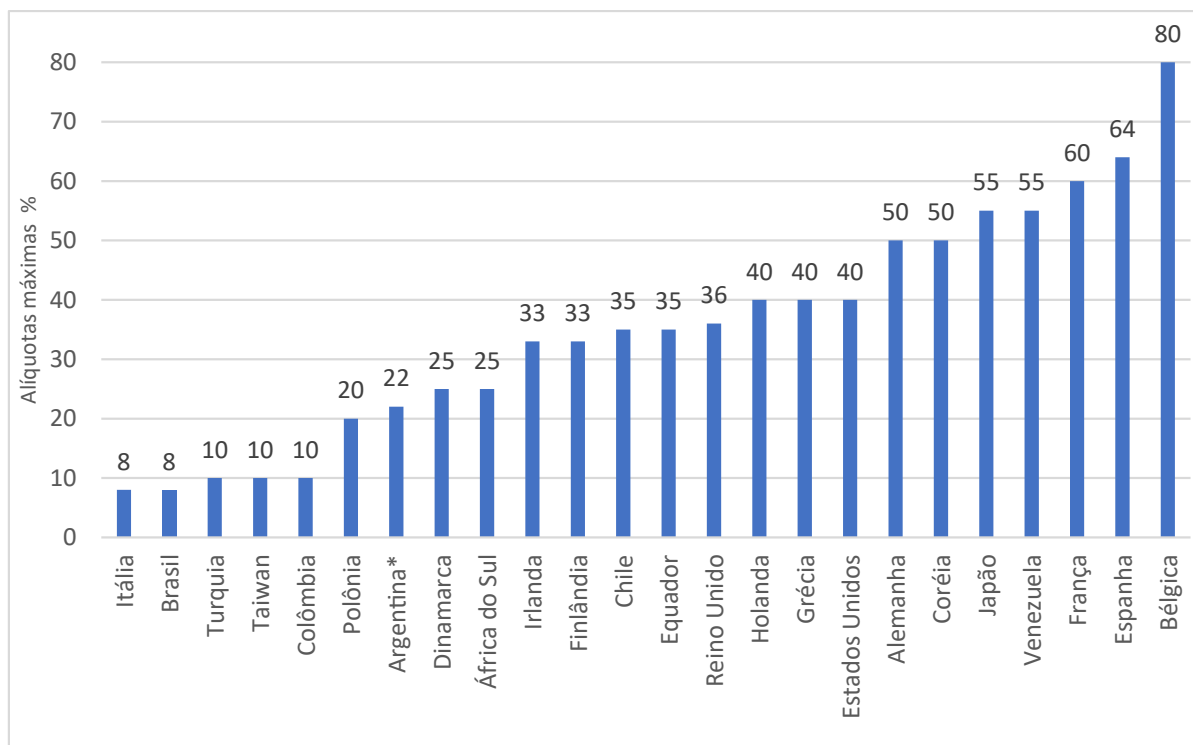
O Imposto sobre Grandes Fortunas (IGF) foi aprovado pela Constituição de 1988.<sup>15</sup> Entretanto, passadas mais de três décadas, a instituição do tributo ainda não foi regulamentada pelo Congresso Nacional. Há um Relatório da Secretaria da Receita Federal que apresenta os dados sobre a riqueza líquida dos contribuintes brasileiros divididos em faixas de renda. Segundo Carvalho Junior e Morgan (2020), em 2016, 37% da riqueza declarada era composta por bens imóveis, 7% por veículos e 46% por ativos financeiros. A distribuição de riqueza entre os declarantes mostra-se bastante concentrada. Os 1,2% contribuintes de maior ren-

da (324.843 contribuintes) concentraram 22,7% da renda e 32,9% da riqueza líquida declarada; e 0,1% contribuintes de maior renda (25.785 contribuintes ou 0,02% da população adulta) detinham 10,5% da renda e 16,6% da riqueza declarada, sendo sua fortuna média em torno de R\$ 50 milhões.

A regressividade do sistema tributário também se manifesta na tributação sobre heranças e doações. A alíquota máxima do Imposto Sobre Transmissão *Causa Mortis* e Doação (ITCMD) (8%) é bem inferior à de muitos países, cuja alíquota máxima média situa-se em torno de 35%, cf. Gráfico 8.

15 Inciso VII do art. 153.

**Gráfico 8: Alíquota Máxima do Imposto sobre Heranças no Brasil e Países selecionados. Em %, 2017.**



(\*) Apenas na Província de Buenos Aires

CARVALHO JÚNIOR, Pedro H. B. O Imposto Sobre Transmissão de Bens Imóveis – ITBI. In: *A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticassocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/> Fonte: Global Property Guide (2017) e outras fontes.

O relatório da Secretaria da Receita Federal do Brasil, sobre as declarações do IRPF incluiu os dados sobre herança e doações recebidas pelos contribuintes. Segundo Carvalho Junior e Morgan (2020), o relatório mostra que todas as heranças e doações declaradas seriam de R\$ 84 bilhões em 2016, altamente concentrada em poucos declarantes: apenas 335 mil contribuintes (1,2% do total) receberam algum tipo de herança ou doação em 2016, com valor médio de R\$ 252 mil; 70% das heranças foram recebidas pelos 10% mais ricos; 41% das heranças pelos 1% mais ricos (herança média de R\$ 10,3 milhões); e 18% das heranças pelos 0,1% mais ricos (média de

R\$ 46,5 milhões).

Outro retrato da injustiça fiscal brasileira é o Imposto Sobre Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) que incide sobre automóveis e motocicletas populares, mas não incide sobre helicópteros e iates de propriedade dos mais ricos.

Há, ainda, a questão da baixa tributação da propriedade rural. A arrecadação do Imposto Sobre a Propriedade Territorial Rural (ITR) é extremamente reduzida, representando apenas 0,1% da arrecadação tributária federal e 0,02% do PIB.<sup>16</sup> Essa baixa arrecadação do ITR decorre, sobretudo, do seu caráter declaratório.

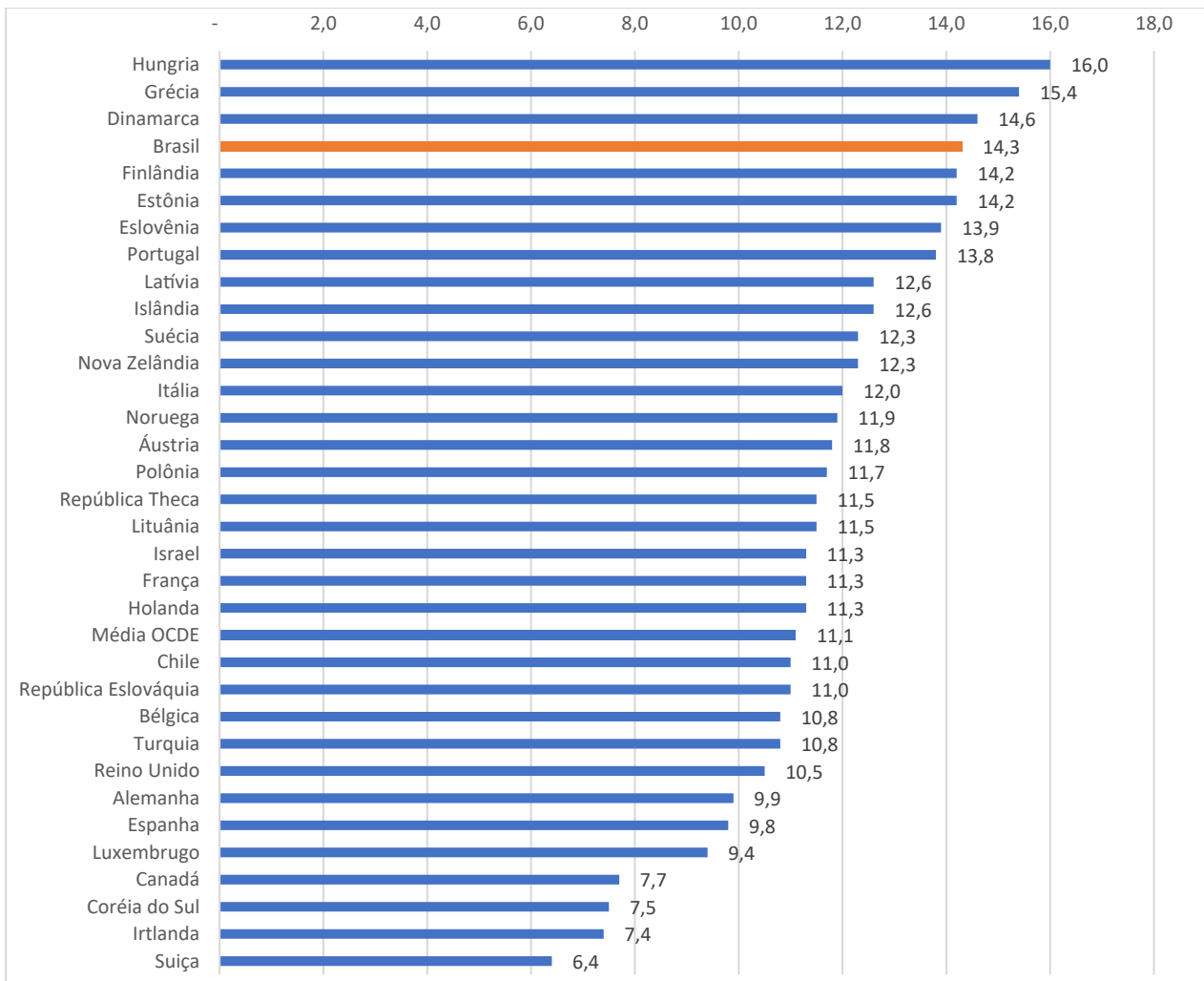
16 <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/arrecadacao/relatorios-do-resultado-da-arrecadacao>

## 5. A Elevada Tributação sobre o Consumo.

O sistema tributário brasileiro é um dos mais regressivos do mundo porque tributa residualmente a renda, o lucro, os ganhos de capital e a riqueza e, simu-

taneamente, compensa essa baixa tributação, pela excessiva carga incidente sobre o consumo, uma das mais altas do mundo, que captura, proporcionalmente, parcela maior da renda dos mais pobres, cf. Gráfico 9.

**Gráfico 9: Carga Tributária sobre Bens e Serviços no Brasil e países da OCDE. Em % do PIB, 2017.**



Fonte: RFB. Carga Tributária no Brasil (2018) – Análise por Tributos e Bases de Incidências. Edição março de 2020. GOMES E SIL SILVA DA CRUZ (2021).

A Tabela 3 mostra que, em 2015, a participação relativa dos impostos que incidem sobre o consumo na carga tributária total atinge 50%; a média da OCDE é de 32,4%; e nos EUA, 17%.

Por outro lado, tributamos pouco a renda

e o patrimônio. Na Dinamarca, esses dois itens, em conjunto, representam 67% da arrecadação total de impostos; nos EUA, 60%; na média dos países da OCDE, 40%; no Brasil, apenas 23%.

**Tabela 3: Composição da Carga Tributária, por Bases de Incidência, no Brasil e países da OCDE.**

**Em %, 2015.**

Países	Renda	Patrimônio	Consumo	Outros	Total	Carga Tributária (% Pib)
Alemanha	31,2	2,9	27,8	38,1	100,0	37,1
Bélgica	35,7	7,8	23,8	32,7	100,0	44,8
Chile	36,4	4,4	54,1	5,1	100,0	20,5
Coreia do Sul	30,3	12,4	28,0	29,3	100,0	25,2
Dinamarca	63,1	4,1	31,6	1,2	100,0	45,9
Espanha	28,3	7,7	29,7	34,3	100,0	33,8
Estados Unidos	49,1	10,3	17,0	23,6	100,0	26,2
França	23,5	9,0	24,3	43,2	100,0	45,2
Holanda	27,7	3,8	29,6	38,9	100,0	37,4
Irlanda	43,0	6,4	32,6	18,0	100,0	23,1
Itália	31,8	6,5	27,3	34,4	100,0	43,3
Japão	31,2	8,2	21,0	39,6	100,0	30,7
Noruega	39,4	2,9	30,4	27,3	100,0	38,3
Portugal	30,2	3,7	38,4	27,7	100,0	34,6
Reino Unido	35,3	12,6	32,9	19,2	100,0	32,5
Suécia	35,9	2,4	28,1	33,6	100,0	43,3
Turquia	20,3	4,9	44,3	30,5	100,0	25,1
<b>MÉDIA OCDE</b>	<b>34,1</b>	<b>5,5</b>	<b>32,4</b>	<b>28,0</b>	<b>100,0</b>	<b>34,0</b>
<b>BRASIL (1)</b>	<b>18,3</b>	<b>4,4</b>	<b>49,7</b>	<b>27,6</b>	<b>100,0</b>	<b>32,6</b>

Autor: OLIVEIRA (2018) Fontes: OCDE: Revenue Statistics Comparative Tables. <HTTps://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode>; Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal. CETAD – Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros.

Nota: (1) Carga Tributária de 2015, RFB.

A injustiça fiscal é patente, pois esses tributos capturam parcela maior da renda dos mais pobres, proporcionalmente à renda dos mais ricos. O rendimento dos mais pobres é rebaixado em proporção muito maior que a renda dos ricos. Silveira e outros (2022) mostram que os tributos indiretos capturam 23,4% da renda dos 10% mais pobres e 8,6% da renda dos 10% mais ricos. Lara Ibarra; Rubião; Fleury (2021) concluem que os impostos indiretos representam entre 23 e 45% da renda entre as famílias mais pobres. Há, portanto, profunda assimetria no peso dos impostos no cofre dos ricos e no bolso dos pobres. Daí decorre o seu caráter regressivo que desafia o princípio liberal da equidade tributária contemplado na Constituição Federal do Brasil.

## **6. Considerações Finais: tributação regressiva e financeirização como mecanismos de concentração de renda e esterilização do potencial produtivo das finanças públicas no Brasil.**

Como visto neste capítulo, o sistema tributário brasileiro é regressivo porque assenta-se na tributação indireta, poupando os ricos da tributação direta. Desta maneira, **o Estado age, por meio da forma regressiva e injusta de arrecadação tributária, como instrumento da concentração de renda no país, fenômeno este que, por um lado, restringe e penaliza a capacidade de consumo e o poder de compra real da grande maioria da população, e por outro, afeta de forma estru-**



**tural o potencial de crescimento econômico produtivo e de bem-estar social da sociedade brasileira.**

É, ademais e sem margem para dúvidas, um sistema sob medida para o fenômeno da financeirização em estudo neste livro. A relação entre ambos os temas reside no fato de que, no caso brasileiro, apesar da sua estrutura tributária diferenciadamente confusa, eventualmente onerosa e majoritariamente regressiva, o fundo público total consegue, em função da diversidade de tributos, alíquotas e bases de incidência que possui, envolver praticamente a totalidade das atividades econômicas, fluxos monetários, estoques de riqueza, pessoas físicas, famílias e empresas, no seu cômputo geral. Em outras palavras, isso significa que, a despeito dos problemas notórios da estrutura tributária brasileira, sobretudo em termos de sua incidência social e sua composição final – que ao privilegiar mais a arrecadação indireta sobre bens e serviços que a direta sobre os fluxos de renda e estoques de riqueza (patrimônio), acaba produzindo um viés *anti-crescimento, anti-social e anti-federação* (OLIVEIRA, 2009) –, o fato concreto é que o fundo público dela derivado possui um caráter econômico, social e territorial bastante abrangente. Em suma: quase todos os segmentos econômicos, sociais e territoriais do país contribuem para a formação geral do fundo público nacional.

Mas dito isso, **é importante entender que, em termos lógicos, uma vez composto o fundo público real ou primário da economia, uma parte dele é convertida em custeio permanente da própria máquina pública, outra é convertida em políticas, gastos e investimentos públicos correspondentes ao arco total de programas e ações governamentais, supostamente portadores do projeto desejado de transformação ou manutenção do desenvolvimento nacional, e uma terceira parte é destinada correntemente à rola-**

**gem e/ou amortização da dívida pública federal.**

**Enquanto as duas primeiras partes podem ser explicadas, ainda em termos lógicos, como a *transmutação* do fundo público arrecadado de toda a sociedade em gastos reais específicos (vale dizer: gastos sociais, setoriais e territoriais específicos), a terceira parte corresponde, por sua vez, ao montante do fundo público real/primário que se *transmuta* em gasto público financeiro necessário à rolagem e/ou abatimento da dívida governamental contraída.**

Desde sempre, assim o é, tanto para financiar/alavancar (por meio da antecipação de poder de compra estatal que a dívida pública representa em sua origem) seus gastos reais destinados originalmente às duas partes citadas no início, como para (auto)financiar/rolar, de modo permanente – e tendencialmente crescente – ao longo do tempo (em função do processo da *financeirização* que se vai tornando dominante nesta economia), os gastos financeiros do governo contra si mesmo, mas a favor de seus credores, os quais são um subconjunto desde sempre reduzido, privilegiado e poderoso em fazer valer tais compromissos creditícios-financeiros do Estado para consigo.

Em outras palavras: a origem do fundo público deriva de relações econômico-monetárias presentes em processos sociais, empresariais e estatais amplos, por meio dos quais toda a arrecadação primária do governo se realiza, mas cujo destino toma, crescentemente, o caminho da apropriação concentrada de parte considerável de tais recursos em poder de segmentos ou agentes econômicos pouco numerosos e desproporcionalmente privilegiados. Assim, a transmutação do fundo público se processa, no caso brasileiro, por meio da montagem paulatina de um arranjo normativo e institucional que vem cristalizando formas financeiras de valorização dos flu-

xos de renda e estoques de riqueza para a sua realização dinâmica intertemporal.

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

Em muitos lugares do mundo, mas em particular no Brasil, isso assume um caráter disfuncional, pois aqui ocorre algo como uma socialização ampla e intensa da arrecadação/expropriação tributária no processo de formação do fundo público, ao mesmo tempo que uma destinação/apropriação privada do gasto público, igualmente intensa, porém concentrada em poucos e privilegiados setores/agentes econômicos, com consequências deletérias para o conjunto da população e para a própria dinâmica econômica capitalista no país.

Desta maneira, tudo somado, pode-se afirmar, de forma peremptória no caso brasileiro, tratar-se de *sistema tributário inconstitucional*, pois não respeita o "princípio da equidade" formulado, ainda no século 18, pela teoria da tributação de Adam Smith. Nas palavras do economista liberal clássico: "*os súditos de cada Estado devem*

*contribuir o máximo possível para a manutenção do governo, em proporção a suas respectivas capacidades, isto é, em proporção ao rendimento de que cada um desfruta sob a proteção do Estado"* (SMITH, 1966: 247-249). No Brasil, os princípios da "igualdade material tributária" e da "capacidade econômica do contribuinte", embora estejam formalmente contemplados na Constituição da República,<sup>17</sup> não são observados na estruturação do sistema de arrecadação.

O paradoxo é que as propostas prioritárias de Reforma Tributária que tramitam no Congresso Nacional não enfrentam tamanhas inconstitucionalidades. Procurou-se enfatizar que vivemos uma das maiores crises da história do capitalismo. Situação excepcional que, como mencionado, instituições internacionais e governos de países centrais, mesmo os mais conservadores, estão propondo "tributar mais", elevando os impostos junto aos segmentos mais ricos da população.

Entretanto, no Brasil, nem mesmo tais ideias liberais prosperam. Na Reforma Tributária, a agenda prioritária do Congresso Nacional está desconectada do debate conduzido pelo *establishment* das finanças internacionais. A agenda prioritária do Congresso Nacional contempla, exclusivamente, a simplificação da tributação sobre o consumo, sendo omissa quanto à tributação da riqueza; e, no caso do Imposto de Renda da Pessoa Física, a proposta tardia, apresentada pelo Governo Federal, implica em redução da participação relativa deste tributo na carga tributária total.

Antes da Covid-19, essa agenda já era injusta e limitada, porque as duas propostas em tramitação no Congresso <sup>18</sup> não enfrentam a principal anomalia da tributação brasileira que é o seu caráter regressivo;

17 Artigos 5º e 145º, CF/88.

18 Propostas de Emenda Constitucional n. 45/2019 (Câmara dos Deputados) e n.110/2019 (Senado).

não reduzem e podem ampliar a desigualdade fiscal; e são profundamente insuficientes, porque não fortalecem financeiramente o Estado para que cumpra o papel dele exigido em crises dessa envergadura. A esperada agenda da Reforma Tributária transformou-se na agenda da Reforma da Tributação do Consumo. Se essa agenda já era limitada, tornou-se anacrônica após a crise agravada pela Covid-19. A história econômica não registra que crises da envergadura da atual tenham sido enfrentadas com simplificação da tributação sobre o consumo, ou redução da mesma sobre a renda pessoal.

**Em suma, o debate sobre a tributação no Brasil está na idade das trevas. Também nesse item, somos párias internacionais. O momento impõe que a Reforma Tributária avance, de modo progressivo, na tributação sobre a renda e sobre o patrimônio, isto é, sobre os fluxos de renda real e financeira das famílias e empresas, bem como sobre os seus respectivos estoques de riqueza patrimonial e também financeira. É preciso onerar mais quem ganha mais, desonerando os mais po-**

**bres e as microempresas, para assim ampliar a capacidade de gasto real do Estado, combater as desigualdades e fomentar a demanda agregada nacional. O aumento da carga tributária incidente sobre as altas rendas e o patrimônio das pessoas físicas é necessário, ademais, para recompor a arrecadação fiscal, que despencou com a crise. Com a retomada do crescimento, a carga tributária poderá ser reequilibrada, reduzindo-se a tributação que incide sobre o consumo popular e sobre a folha de pagamentos, sempre que possível.<sup>19</sup>**

Estas diretrizes foram contempladas na proposta alternativa formulada pelos partidos da oposição, que também tramita no Congresso Nacional. Trata-se da “Reforma Tributária Solidária, Justa e Sustentável”, consolidada pela Emenda Substitutiva Global à PEC 45 de n. 178,<sup>20</sup> de iniciativa das bancadas do PT, PC do B, PDT, PSB, PSOL e Rede na Câmara dos Deputados – mas poucos sabem da sua existência, pois a agenda de mudanças propostas é pauta interdita pela mídia corporativa brasileira.

## Referências

AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1990.

*A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP; FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

*A Reforma Tributária Necessária: Justiça Fiscal é Possível: Subsídios para o Debate Democrático sobre o Novo Desenho da Tributação Brasileira* / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP; FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 152 p. ISBN: 978-85-62102-30-1804. [http://plataformapoliticasocial.com.br/wp-content/uploads/2018/12/Livro\\_completo.pdf](http://plataformapoliticasocial.com.br/wp-content/uploads/2018/12/Livro_completo.pdf)

19 No caso da folha de pagamentos, é de fato desejável que ela onere menos a estrutura de tributos do setor privado, mas para tanto, é preciso migrarmos para um verdadeiro estado de proteção e promoção social, este financiado com impostos gerais progressivos da sociedade, ao invés de cofinanciado pela própria classe trabalhadora, como atualmente se faz.

20 <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2223716>

BARREIX, A; GARCIMARTIN, C; VERDI, M; (2021). *Ideias para uma melhor tributação na pós-crise da COVID-19*. Blog da divisão de Gestão Fiscal do BID. <https://blogs.iadb.org/gestion-fiscal/pt-br/ideias-para-uma-melhor-tributacao-na-pos-cri-se-da-covid-19/>

BERG, Andrew G e OSTRY Jonathan D. *Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin?* IMF Discussion Note. International Monetary Fund. April 8, 2011. SDN/11/08. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1108.pdf>

CARVALHO JUNIOR, P.H. E MORGAN, M. (2020), *Tributação da riqueza: princípios gerais, experiência internacional e lições para o Brasil*. In Brasil: Estado de bem-estar social?: limites, possibilidades e desafios / Jorge Abrahão de Castro, Marcio Pochmann (organizadores). – São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2020.

FREITAS, Cristina P. de (2021). *Os planos de investimento do governo Biden*. Observatório da Economia Contemporânea. *Le Monde Diplomatique Brasil*. <https://diplomatique.org.br/os-planos-de-investimento-do-governo-biden/>

GOMES, Gerson e SILVA DA CRUZ, Carlos A. *Vinte e Cinco Anos de Economia Brasileira*. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, maio de 2021.

HICKMANN, Clair e outros. *Tributação da renda da pessoa jurídica: instrumento da guerra fiscal internacional ou do desenvolvimento?* In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

INTROÍNI, Paulo Gil e outros. *Tributação sobre a renda da pessoa física: isonomia como princípio fundamental de justiça fiscal*. In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

LARA IBARRA, Gabriel; RUBIÃO, Rafael Macedo; FLEURY, Eduardo (2021). *Incidência Tributária Indireta no Brasil: Avaliando os Efeitos Distributivos de Potenciais Reformas Tributárias*. Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas; 9891. Banco Mundial, Washington, DC. © Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36783> Licença: CC BY 3.0 IGO"

NÓBREGA, C. B. *História do Imposto de Renda no Brasil, um enfoque da pessoa física (1922-2013)*. Brasília: Secretaria da Receita Federal do Brasil, 2014. <http://bit.ly/1YqvlsI>

OECD (2020), *Tax policy reforms 2020: OECD and Selected Partner Economies*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/7af51916-en>.

OLIVEIRA, F. A. *Economia e Política das Finanças Públicas no Brasil*. São Paulo: Hucitec, 2009.

OLIVEIRA, F. A. *As reformas tributárias no plano internacional: a marcha da insensatez*; In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018. 804 p. ISBN: 978-85-62102-27-1/ CDU 336.22. <http://plataformapoliticasocial.com.br/a-reforma-tributaria-necessaria/>

OXFAM (2022). *A Desigualdade Mata. A incomparável ação necessária para combater a desigualdade sem precedentes decorrente da Covid-19*. Oxfam International January

2022. <https://materiais.oxfam.org.br/relatorio-a-desigualdade-mata>

Silveira e outros (2022)

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1966.

*Tributar os super-ricos para reconstruir o País*. Auditores Fiscais pela Democracia –AFD; Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil –ANFIP; Federação Nacional do Fisco Estadual e Distrital –FENAFISCO; Instituto Justiça Fiscal –IJF das delegacias sindicais do Sindicato Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil –SINDIFISCO NACIONAL de Belo Horizonte, Brasília, Ceará, Curitiba, Florianópolis, Paraíba, Ribeirão Preto, Rio de Janeiro, Rio Grande do Norte e Salvador. 2020. <https://plataformapoliticasocial.com.br/tributar-os-super-ricos-para-reconstruir-o-pais/>

# 11

## A Financeirização Subsidiada: a consolidação do poder das finanças através dos recursos públicos

Lucas Trentin Rech<sup>1</sup>

Leandro Freitas Couto<sup>2</sup>

### Resumo

Nesse trabalho relaciona-se a mudança de regime de governança orçamentária com a reestruturação da carga tributária em favor do crédito, principalmente através da isenção do imposto de renda para determinadas classes de ativos. A evolução desses subsídios e seus custos aproximados são também apresentados nesse capítulo, que demonstra haver uma dualidade presente no atual regime brasileiro de governança orçamentária: de um lado a flexibilidade/permisividade do gasto tributário, em favorecimento de segmentos sociais e setores econômicos, em grande medida, já privilegiados no processo distributivo, e do outro, a rigidez/esterilização da despesa orçamentária, em detrimento de segmentos sociais e setores econômicos já penalizados pelas políticas de austeridade fiscal em curso.

Essa dupla realidade do orçamento público – *rigidez com a despesa orçamentária x flexibilidade com o gasto tributário* – se coloca com maior intensidade em dois setores tratados nesse trabalho: o agronegócio

e a infraestrutura. É possível observar que os gastos tributários com o agronegócio cresceram 300% no período 2010-2019, ao passo que aqueles com a infraestrutura cresceram algo como 175%. Por outro lado, as despesas primárias nessas áreas tiveram movimento contrário, com uma redução de aproximadamente 40% no gasto real com infraestrutura e uma estabilidade no gasto com o setor agrícola no mesmo período.

A ascensão dos gastos tributários é, portanto, mais uma das marcas do atual regime de governança orçamentária brasileiro. A brecha existente na regra do teto (EC 95/2016) para esse tipo de despesa é um dos elementos que incentiva seu crescimento. A elevação das receitas, ainda que administradas por órgão orçamentário específico ou vinculada à determinada despesa, não significa acréscimo na possibilidade de execução do gasto pelo poder público. Logo, o que se vê é uma transferência total do processo decisório para o setor privado, sem uma transfe-

1 Doutor em economia, Professor do departamento de Economia da UFBA e bolsista na DIEST/Ipea.

2 Analista de Planejamento e Orçamento, Doutor em Relações Internacionais, Pesquisador na DIEST/Ipea.

rência total dos riscos e dos custos envolvidos na execução dos projetos. O setor financeiro passa, então, a exercer papel central na condução dos investimentos. A fragilização deliberada dos instrumentos e organizações ligadas ao planejamento governamental, com rebatimentos nas suas ligações com o orçamento, ajudam a formar o quadro.

Se quando a decisão de financiar era pública as necessidades nacionais podiam ser levadas em consideração e projetos em áreas remotas podiam ser efetuados, a

tendência a partir da transição do processo decisório ao setor privado é a de que os projetos se concentrem cada vez mais em áreas já desenvolvidas e de grande fluxo, ampliando as desigualdades já existentes no país. Nesse sentido, a financeirização deve ser aqui entendida sob dois prismas: um aumento no custo de execução dos projetos; uma transferência total do processo decisório ao setor privado sem uma transferência equivalente dos custos e das responsabilidades públicas.

## 1. Introdução

**A realidade do orçamento público se põe de duas maneiras bastante claras no contexto brasileiro: de um lado, a mudança de regime orçamentário imposta, sobretudo, pela lei do teto de gastos (EC95/2016), que estrangula o gasto público real através de seus dispositivos; e de outro lado, a flexibilidade/permisividade cada vez maior com os gastos tributários, que são gastos indiretos do governo realizados por intermédio de isenções, renúncias e outros benefícios de natureza tributária, os quais, independente dos objetivos econômicos e sociais de origem, acarretam perda de arrecadação ordinária para o Estado.**

Recentemente, em dezembro de 2021, as renúncias tributárias provenientes do Simples Nacional, que equivalem a aproximadamente 25% dos gastos tributários totais, foram desconsideradas como tal. Esse movimento se deu a partir de uma tentativa imposta em 2015 de limitar o gasto tributário a 2,5% do PIB. Atualmente, ele está na casa dos 4,6% do PIB, quando considerado o regime de tributação do Simples, mas ao retirá-lo do cálculo, essa rubrica cai para 3,45%, percentual mais próximo da meta estabelecida.

**Essa dupla realidade do orçamento público - rigidez com a despesa orçamentária x flexibilidade com o gasto tributário - se coloca com maior intensidade nos setores tratados aqui nesse trabalho: o agronegócio e a infraestrutura. Através da classificação de RECH (2022), é possível observar que os gastos tributários com o agronegócio cresceram 300% no período 2010-2019, ao passo que aqueles com a infraestrutura cresceram algo como 175%. Por outro lado, as despesas primárias nessas áreas tiveram movimento contrário, com uma redução de aproximadamente 40% no gasto real**

**com infraestrutura e uma estabilidade no gasto com o setor agrícola no mesmo período.**

Esse caminho orçamentário parte de uma premissa datada do final do século XIX, quando em 1890 Alfred Marshall apresentava ao mundo seus Princípios de Economia, onde tentava dar ar de pureza a esse campo do conhecimento, afastando-o de sua vocação claramente política. Essa passagem da Economia Política à Economia como ciência aparentemente neutra ou técnica teve como principal consequência uma separação metafísica entre a razão de Estado e a razão de Mercado. Marshall (1920) argumentará que a eficiência privada é superior, capaz de gerar um excedente ao consumidor, enquanto a ação do Estado é sempre deletéria, vista como intervenção exógena. Seu pensamento fica cristalino quando diz "*the consumer loses what the State receives*" (MARSHALL, 1920, p. 389). Essa compreensão de eficiência, legada pelo paradigma marginalista, estará no centro do debate brasileiro sobre investimentos a partir de 2010. Parece bastante claro que os vencedores do debate foram, até o momento, aqueles partidários do marginalismo econômico, e desde 2012 o Estado vem gradativamente abrindo mão de determinadas funções, em um movimento que visa abrir espaço ao investimento privado.

O que virá nas seções a seguir é antes uma discussão quanto ao regime brasileiro de governança orçamentária atual, para depois apresentarmos alguns instrumentos financeiros criados e subsidiados pelo Estado para facilitar o investimento privado. Ademais, apresentaremos os custos sociais implícitos e explícitos presentes nessa tentativa de transição do protagonista no processo decisório de investimentos em infraestrutura pública.



## 2. Governança Orçamentária no Brasil e o Crescimento dos Gastos Tributários

O orçamento público é uma peça política na qual são traduzidas as prioridades do país, sendo, portanto, um elemento crucial ao desenvolvimento de qualquer sociedade. Peça fundamental do aparato democrático do Estado, ali se revelam os resultados das disputas políticas para a apropriação e alocação dos recursos públicos. Ao longo desse processo, uma estrutura de governança regula as escolhas alocativas e orienta a efetiva implementação dessas decisões.

Entende-se *governança orçamentária* como o conjunto de instituições e procedimentos que definem o modo pelo qual os diferentes atores discutem, acordam, interpretam, implementam, monitoram, fiscalizam e cumprem ou fazem cumprir as decisões referentes às regras de apropriação e alocação dos recursos públicos. Instituições orçamentárias, por seu turno, correspondem à coleção de organizações e regras (formais e informais) que governam o processo orçamentário ao longo de suas mais variadas instâncias (BARCELOS, 2012).

As regras fiscais e orçamentárias, inclusive normas infralegais, respondem a interesses de determinados atores que participam do jogo orçamentário e têm capacidade de influenciar as regras desse jogo. Estas impactam as possibilidades de execução e influenciam a estratégia dos demais atores, responsáveis pelo planejamento, implementação e também pela fiscalização das políticas públicas.

A sustentabilidade de um regime de governança de bens comuns, como pode ser entendido o orçamento, segundo Ostrom (1990), estaria relacionada à intensidade com a qual alguns princípios de governança se manifestam nesse arranjo. Esses princípios dialogam com questões referentes à delimitação do papel dos atores e definição

das fronteiras de recursos, realismo e congruência com que as normas se aplicam a diferentes realidades setoriais e locais, seus instrumentos de controle, o grau de inclusividade decisória na definição de regras e alocação de recursos e, por fim, como consegue gerenciar a complexidade de múltiplos níveis de atores, com suas autonomias circunstanciadas e estímulos à cooperação (OSTROM, 1990).

Nesses termos, a sustentabilidade do regime de governança orçamentária deve ser compreendida para muito além dos meros resultados fiscais. O controle da aplicação das normas deve considerar também sua sustentabilidade política, institucional, social. Nessa linha, incluem-se os instrumentos que possibilitam ou estimulam a participação da sociedade civil na definição do orçamento público, para além do controle social e mecanismos de transparência.

Ainda, as regras orçamentárias são afetadas por disputas que se processam em outras arenas, mais ou menos distantes do processo orçamentário em si. Disputas político-ideológicas ou ciclos econômicos podem incidir nas regras, na medida em que influenciam os comportamentos dos atores que participam das suas definições. Aos demais, resta a (re)definição de estratégias para participar de um jogo no qual as regras têm mudado com muita frequência.

Conforme aponta Barcelos (2012), a governança orçamentária brasileira tem passado por transformações importantes ao longo do tempo, em especial nos últimos sessenta anos, produzindo regimes fiscais substancialmente distintos, tais como os representados pela Lei nº 4.320/1964, pela Constituição Federal de 1988, pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LC 101/2000), pela Reforma Gerencial dos Orçamentos (RGO/2000), pelo Projeto Piloto de Investimento (PPI/2005) e pelo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC/2007). Mais recentemente, ao longo da última década, observam-se importantes alterações

nas organizações, normas e práticas orçamentárias, marcando a transição para um novo regime marcado, decisivamente, pela EC 95/2016, que inaugurou um novo regime fiscal no Brasil (COUTO, BARCELOS E CALMON, 2022).

Em meio à deterioração da situação fiscal do país e ao início de um tensionamento político que se intensificaria nos anos seguintes, já no final do primeiro mandato de Dilma Rousseff, começam a ser observadas algumas mudanças estranhas à configuração de R4.<sup>3</sup> A LDO para o exercício de 2014, aprovada em dezembro de 2013, trazia uma obrigatoriedade para execução de emendas parlamentares individuais, com criação de um identificador de resultado primário específico, até o montante de 1,2% da receita corrente líquida realizada no exercício anterior, dos quais metade deveria ser destinada à área da saúde.

A obrigatoriedade para a execução de emendas parlamentares, que inicialmente se limitava às emendas individuais e havia sido incorporada na Constituição pela EC 86/2015, passaria a se estender, por dispositivo incorporado na LDO a partir de 2016, às emendas de bancadas estaduais. Em 2019, esse dispositivo seria introduzido na Constituição, por meio da EC 100/2019. Nesse período, como aponta COUTO (2021), as emendas de bancada compuseram o anexo de metas e prioridades da LDO, e as metas do PPA ao qual elas se vincularam tiveram resultados mais positivos que as metas e prioridades indicadas no anexo da LDO pelo próprio Poder Executivo (Couto, 2021).

Também em 2019, por meio da Emenda Constitucional 105, foi criado o mecanismo de transferências especiais para as emendas individuais impositivas apresentadas ao projeto de lei orçamentária anual – as

*emendas pix*. Em contraposição à transferência com modalidade específica, essa inovação normativa passou a permitir o repasse de recursos de emendas parlamentares diretamente do Tesouro Federal para o caixa dos governos estaduais e/ou municipais, sendo apenas vedada a sua utilização para pagamento de despesas com pessoal e encargos sociais relativas a servidores ativos e inativos, e com pensionistas, além de encargos referentes ao serviço da dívida.

No entanto, a regra que marcou com mais força o atual regime de governança orçamentária no Brasil foi a EC 95/2016. Conhecida como a Regra do Teto, estabeleceu, como regra geral, um limite para o crescimento das despesas primárias, que passariam, a partir de 2017, a ter como base a despesa paga no ano anterior, corrigidas pelo IPCA de 12 meses encerrados em junho do exercício anterior ao que a lei orçamentária se refere. Posteriormente, o prazo para correção foi alterado com a EC 114, de 2021, conhecida como PEC dos Precatórios, e passou a ser de janeiro a dezembro do ano que antecede à lei orçamentária.

Nessa conta, no entanto, não entram a capitalização das empresas estatais não dependentes, os créditos extraordinários – que se mostrariam importantes no enfrentamento à pandemia da Covid-19 –, despesas não recorrentes da Justiça Eleitoral com a realização de eleições e transferências constitucionais. Também, foi flexibilizado o teto dos entes subnacionais que acordaram medidas restritivas com o Governo Federal para renegociação das dívidas, deixando de contabilizar algumas transferências, em particular, as emendas parlamentares.

Além disso, o teto também preserva as despesas financeiras e os gastos tribu-

---

3 Regime de governança orçamentária marcado pelas inovações na execução orçamentária promovida nos arranjos do Programa de Aceleração do Crescimento - PAC. Pode-se afirmar que vigora entre 2007-2014. Para saber mais sobre os regimes de governança orçamentária recomenda-se Barcelos (2012).

tários ganham relevância. RECH (2022) aponta um vertiginoso crescimento real desse tipo de gasto nos últimos 10 anos, alcançando quase 300% de crescimento no setor de *agronegócio* e cerca de 170% no setor de *infraestrutura*, totalizando 4,3% do PIB de 2019. Esse fenômeno ganha relevo não apenas devido às próprias escolhas político-ideológicas dos governos, mas, em certa medida, estimulado pelo novo regimento fiscal, a partir do qual o crescimento das receitas não teria impacto imediato para o desenvolvimento das políticas públicas, dada a limitação do crescimento do gasto pela inflação.

As Leis de Diretrizes Orçamentárias de 2019 e 2020 previram que o Poder Executivo enviaria ao Congresso Nacional um plano de revisão dos benefícios tributários, plano de revisão de despesas e receitas, inclusive de incentivos ou benefícios de natureza financeira, tributária ou creditícia, acompanhado das correspondentes proposições legislativas e das estimativas dos respectivos impactos financeiros anuais. Em 2019, previu-se que tal plano deveria conter cronograma de redução de cada benefício, de modo que a renúncia total da receita, no prazo de 10 (dez) anos, não ultrapasse 2% (dois por cento) do Produto Interno Bruto. Já na LDO de 2020, havia previsão de redução anual equivalente a cinco décimos por cento do Produto Interno Bruto até 2022.

Assim, no caso dos gastos tributários, esse controle ainda não se consolidou no regime de governança orçamentária. O poder executivo não discutiu os planos previstos nas LDOs com o Congresso Nacional, nem sequer chegou a divulgá-lo à sociedade. Notícia do jornal Valor Econômico, de julho de 2020, relata estimativa de revisão de R\$50 bilhões de gasto tributário prevista em um estudo que o executivo enviou ao congresso em dezembro de 2019, mas so-

bre o qual teria mantido sigilo.<sup>4</sup> No acórdão 1.120 de 2020, o próprio TCU ainda aponta várias lacunas na definição e gestão desse tipo de gasto.

**A ascensão dos gastos tributários é, portanto, mais uma das marcas do atual regime de governança orçamentária brasileiro. A brecha existente na regra do teto para esse tipo de despesa, obviamente, é um dos elementos que incentiva seu crescimento. A elevação das receitas, ainda que administradas por órgão orçamentário específico ou vinculada à determinada despesa, não significa acréscimo na possibilidade de execução do gasto pelo poder público. Assim, a fuga da disputa do orçamento torna-se uma estratégia bastante utilizada por atores que conseguem reunir condições para tal, seja dentro da arena orçamentária ou em outras esferas de influência política.**

Nessa linha, alguns instrumentos financeiros subsidiados ganham força no período. Se são produtos do atual regime de governança orçamentária, conhecem aqui terreno fértil para sua expansão. Como veremos adiante, ao lado da fragilização do planejamento e da baixa delimitação da fronteira de recursos no processo orçamentário brasileiro, a renúncia de receitas a partir desses instrumentos não apenas muda os protagonistas na implementação de políticas e investimentos de setores específicos, como também confere o poder decisório sobre esses investimentos ao sistema financeiro.

### 3. Instrumentos Financeiros Subsidiados

A legislação brasileira direcionada aos instrumentos financeiros apresenta uma série de exceções, onde os detentores de classes especiais de títulos são isentos de tributação sobre os rendimentos. Esses ati-

4 [Revisão de benefícios tributários estima redução de R\\$ 50 bi | Brasil | Valor Econômico \(globo.com\)](#)

vos se distribuem para atender duas áreas principais: o *agronegócio* e a *construção civil*.

No setor do agronegócio, há dois instrumentos principais, e já consolidados no sistema financeiro brasileiro desde 2004, ano de sua instituição:<sup>5</sup> i) os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA); e ii) as Letras de Crédito Agrárias (LCA). Nesses dois instrumentos, o funcionamento ainda se dá a partir de uma relação marcada pelo capital portador de juros (bancário) na figura de credor do capital produtivo. Isto é, as instituições financeiras captam os valores demandados pelo capital produtivo, reúnem esses valores na forma de títulos financeiros, e as instituições ou pessoas físicas que compram esses títulos recebem um rendimento – normalmente vinculado à taxa SELIC – sobre o qual disfrutam de isenção tributária, isto é, não pagam imposto de renda sobre os ganhos de capital. O subsídio tributário a essa classe de títulos se dá no intuito de estimular o financiamento ao setor e reduzir os custos de captação de recursos pelo capital produtivo vinculado ao agronegócio, estimulando o investimento e, assim, aumentando a produtividade do setor.

No setor imobiliário, há instrumentos financeiros bastante similares, onde não apenas as regras são praticamente idênticas<sup>6</sup> como também os nomes, e o ano de instituição (2004), a saber: i) os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI); e ii) as Letras de Crédito Imobiliárias (LCI). Assim como no setor agrário, há uma relação estabelecida onde o capital bancário é credor e o capital produtivo tomador de crédito. As

remunerações desses títulos também estão vinculadas à taxa SELIC e seus rendimentos são completamente isentos de tributação sobre os ganhos de capital.

Além desses títulos de existência mais longa, o setor da construção civil, mais especificamente o de infraestrutura pública, passou a contar com uma nova forma de financiamento subsidiado: as Debêntures Incentivadas. Como afirmam TORRES FILHO et. al. (2021), as discussões dos anos 2010, quando as taxas de investimento da economia brasileira se aproximavam de 25% do PIB, giravam em torno de como seria o modal de financiamento do setor de infraestrutura brasileiro. Na esteira dessa discussão, em 2011, foi aprovada a lei nº 12.431/2011, que regulamentava essa nova modalidade de emissão de financiamento. Entre os objetivos dessa nova modalidade estavam a equiparação das vantagens tributárias concedidas pelo Estado aos mercados agrícola e imobiliário, e a extensão da forma de tributação dos títulos públicos federais aos investidores estrangeiros.

Entretanto, essa modalidade de financiamento difere daquela anterior, já que não se vincula à taxa básica de juros definida pelo Banco Central do Brasil. Na média, de acordo com os dados da ANBIMA,<sup>7</sup> esses títulos pagam cupons semestrais de juros vinculados ao IPCA, somados a um percentual de juros reais, da mesma maneira que ocorre com as NTN-Bs<sup>8</sup> emitidas pelo Governo Federal. Esse cupom semestral, quando dos títulos públicos, é tributado em 22,5% do rendimento (quando se trata de cupons anualizados a tributação cai para 20%), en-

---

5 Ambos instituídos pela Lei 11.076/2004

6 Também instituídos em 2004, na forma da lei 10.931/2004

7 Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

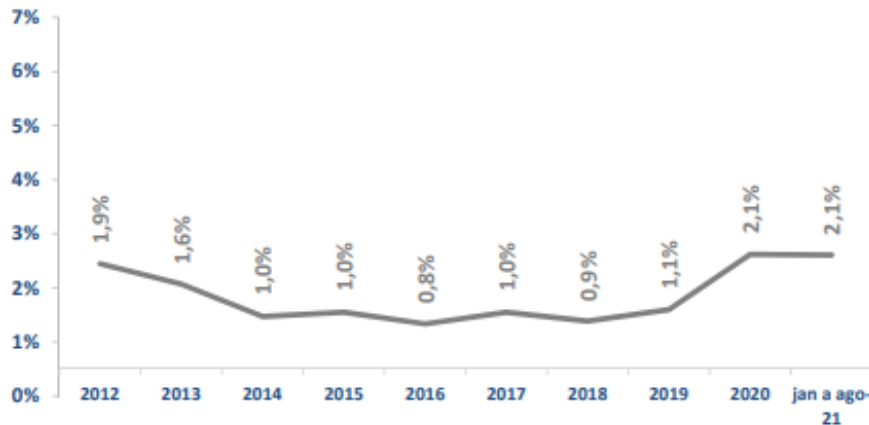
8 Títulos emitidos pelo tesouro nacional com diversos prazos de maturação e que se caracterizam pelo pagamento da inflação do período somada de um juro real definido no ato da emissão. Essa taxa de juro real pode variar no mercado secundário, embora tal modificação não implique em mudanças imediatas no custo da dívida, esse só é afetado quando há novas emissões.

quanto as debêntures incentivadas seriam isentas.

É de se esperar que, como a propriedade da dívida privada é mais arriscada que a propriedade de uma dívida soberana (pública), os credores exijam uma compensa-

ção financeira maior ao emprestar para as empresas privadas. Isso de fato é notável quando, a partir dos dados do Ministério da Economia, verificamos que o spread médio entre os títulos públicos e as debêntures incentivadas encontra-se em 2,1%.

**Gráfico 1: Spread médio debêntures incentivadas x NTN-B**



Além do spread nominal, o spread real inclui também a tributação. Isto é: aquela quantidade de impostos sobre os rendimentos que seria paga nos títulos públicos, mas não é paga quando da propriedade dos títulos privados incentivados. Essa isenção tributária foi, na média, de 2,64% a.a., se consideramos que ela se dá sobre cupons semestrais pagos aos detentores das debêntures incentivadas.

**Tabela 1: Custo médio efetivo anual das Debêntures Incentivadas e % de Isenção**

	IPCA	Juros reais	Cupom Anual	Isenção (base de incidência semestral)
2012	5,8%	5,80%	11,64%	2,62%
2013	5,9%	6,40%	12,31%	2,77%
2014	6,4%	6,90%	13,31%	2,99%
2015	10,7%	7,60%	18,27%	4,11%
2016	6,3%	7%	13,29%	2,99%
2017	3,0%	6,10%	9,05%	2,04%
2018	3,8%	6,60%	10,35%	2,33%
2019	4,3%	4,70%	9,01%	2,03%
2020	3,1%	5,20%	8,33%	1,87%

Fonte: Ministério da Economia. Elaboração própria

Em valores nominais, essas isenções tributárias atingiram, no período demonstrado, o valor de R\$ 3,7 bilhões, com praticamente 60% desse valor sendo pago nos últimos anos. Isso ocorreu porque houve uma expansão vertiginosa da quantidade de debêntures incentivadas em circulação no período 2016-2020. As debêntures incentivadas ampliaram-se em volume, passando de 0,3% a 1,6% do PIB no período 2016-2020, o que significa 17,5% do estoque total de dívidas privadas frente a 2,4% do estoque em 2016.

Na próxima seção trabalharemos de maneira mais aprofundada esse modelo específico de financiamento e os caminhos, teóricos e práticos, que permitiram a sua consolidação. Mas cabe aqui destacar que, o que vemos é uma ampliação do custo imposto ao capital produtivo. Essa forma de capital, que busca recursos financeiros para emprega-los na produção de, por exemplo, uma estrada, os obtinha antes junto ao BNDES, a juros subsidiados. Entretanto, esses subsídios incorriam sobre o custo de endividamento do governo, que sabemos aqui era pelo menos 2,1% menor

ao ano. Além disso, como as subvenções financeiras foram substituídas por renúncias tributárias, o erário público segue com custos em um processo decidido inteiramente de forma privada. Somado o spread ao custo público médio nos últimos 9 anos é possível afirmar que o capital produtivo pagou, na média, um ágio de 4% a.a em relação ao custo de capital via BNDES (supondo que o volume das subvenções financeiras fosse o mesmo dos subsídios tributários).

Outra modalidade financeira que vem sendo subsidiada a partir dos anos 2010 é a dos fundos de investimentos direcionados: Os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII), com isenção tributária concedida desde 2010; e os Fundos de Investimentos no Agronegócio (Fiagro), instituídos em 2021, estendendo-se as benesses tributárias do setor imobiliário ao agronegócio. Antes de detalhes mais técnicos, vale dizer que a instituição dessa classe de ativos faz com que a forma de propriedade altere a tributação sem que a relação comercial seja modificada. A saber: se uma pessoa física ou jurídica possui um imóvel, rural ou urbano, e aluga-o a um terceiro, há incidência de Imposto de Renda sobre os rendimentos provenientes do aluguel. Todavia, se esse mesmo imóvel, alugado ao mesmo terceiro, estiver registrado como propriedade de um FII ou Fiagro, o rendimento do aluguel passa a ser isento de tributação.

Os fundos de investimento em imóveis urbanos são compostos por duas classes de ativos principais: os imóveis propriamente ditos, que incluem salas comerciais, pavilhões industriais, centros logísticos e afins; e os títulos de dívida privada, como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). A nova lei aprovada pelas casas legislativas e sancionada pelo Presidente da República, permite então que os Fiagro sejam compostos de ativos afins aqueles dos FII: no lado imobiliário, poderão contar com terras de plantio, estruturas de armazenamento

de grãos e centros logísticos vinculados ao Agronegócio; na ponta mobiliária, os títulos de dívida que poderão compor os Fiagro são as Letras de Crédito Agrícola (LCA) e os Certificados de Recebíveis Agrícolas (CRA). É importante destacar que assim como os FII, os Fiagro não precisam ser, necessariamente, compostos de um ou outro tipo de ativo, podendo, então, em sua estrutura, contar com imóveis e títulos mobiliários.

Uma característica marcante dos FII, e que se estende aos Fiagro, é sua existência na forma de ETFs (Exchange-Traded Funds), isto é: o investidor individual, possuidor de uma cota de determinado fundo, que corresponde a uma parcela do imóvel existente pode, a qualquer momento, se desfazer dessa cota no mercado secundário. Ou seja, vendê-la a outro interessado pelo preço entre eles acordado (que no geral será o preço de mercado do dia). Essa transferência de propriedade se dá, no geral, a partir das diferentes expectativas de lucratividade quanto àquele ativo financeiro. A remuneração dos FII não é atribuída no campo unicamente especulativo (que seria a compra de um ativo com o intuito de vendê-lo mais caro no futuro), mas ela conta com os recebíveis mensais (*yields*) que correspondem aos valores recebidos com o aluguel dos imóveis que é repassado, depois de abatidos os custos de gestão e administração, proporcionalmente aos cotistas, que são isentos de Imposto de Renda sobre os *yields* recebidos. Perceba que a partir da renúncia tributária, que é um custo público, surgiu um novo custo privado, aquele de gestão e administração dos fundos. Mesmo não sendo uma transferência direta de recursos, é notório que parte do que é renunciado pelo Estado é abocanhado pelo setor financeiro, na forma das taxas de gestão e administração.

Para além de instrumentos de crédito e da propriedade de terras, a *financeirização* da agricultura envolve o controle da cadeia de

produção agrária pelo setor. O fundo BTG Agro Logística (BTAL), por exemplo, controla um Complexo Industrial de sementes no Paraná, um Terminal Portuário no Espírito Santo, um Terminal Intermodal nas Minas Gerais, quatro Centros de Recebimento e Armazenamento no Paraná, um Armazém Refrigerado em Goiás, um Armazém Graneleiro em Mato Grosso, além de Certificados de Recebíveis voltados à construção de uma usina de etanol na Bahia e de um terminal de transportes em Goiás. Esses ativos, de forma conjunta, conferem ao fundo um valor patrimonial de R\$600 milhões. Apesar do pouco tempo da regularização dos Fiagro, eles já tomaram uma dimensão relevante. Quando somados aos fundos logísticos vinculados ao agronegócio, alcançam 7 fundos de investimento, totalizando um valor patrimonial de R\$ 2,6 bilhões.<sup>9</sup>

Na classe dos fundos urbanos, o setor logístico também ganha destaque, com posse de imóveis vinculados tanto à produção industrial quanto à distribuição de mercadorias. Esse setor específico dos FII conta com 40 fundos, atingindo um valor patrimonial de R\$23,4 bilhões e detendo uma área bruta locável de aproximadamente 7 milhões de m<sup>2</sup>. Em 2021 o *yield* médio pago pelos fundos logísticos foi de 6,97%, o que totaliza um rendimento de aproximadamente R\$ 1,6 bilhões. Com isso, o subsídio destinado a 40 fundos logísticos,<sup>10</sup> que não chegam a 10% do setor, foi de R\$ 320 milhões. As taxas de gestão e administração desses fundos são, na média, 2% ao ano do valor patrimonial, ou R\$ 465 mil reais, valor bastante próximo àquele das renúncias tributárias.

Somando todas as classes de Fundos Imobiliários e Agrários, há 570 fundos imobiliários registrados. Em seu conjunto, atingem um valor de mercado de R\$ 122

bilhões. O *yield* médio da classe total dos fundos é de pouco mais de 6,5% a.a, o que nos permite estimar um *payout* de R\$ 7,9 bilhões. Assim, estimamos que os subsídios tributários à essa classe de ativos para o ano de 2021, com base nesse rendimento médio, totalizaram R\$ 1,58 bilhões.

Vendo os subsídios a ativos mobiliários vinculados à infraestrutura de maneira conjunta, tem-se a isenção sobre o *payout* de juros das debêntures incentivadas, de pouco mais de R\$4 bilhões, os subsídios tributários concedidos ao setor de construção civil (imobiliário + infraestrutura), considerando apenas os fundos e ignorando as renúncias via LCIs e CRIs, que juntos (Debêntures + FII) alcançaram a marca aproximada de R\$2,5 bilhões em subsídios no ano de 2021.

Se os FII envolvem um setor no qual a atuação do Estado foi marcada historicamente por subvenções creditícias e/ou tributárias, no setor de infraestrutura o Estado já foi protagonista direto no investimento, cabendo então uma análise dessa inflexão, qual seja: a substituição do investimento estatal direto e/ou do financiamento estatal direto, para uma nova forma de atuação, o *subsídio ao crédito privado*. Nessa nova modalidade, quem direciona o crédito e, portanto, decide a forma e a localidade dos investimentos em infraestrutura, é o setor financeiro.

#### 4. Financiamento da Infraestrutura

FRISHTAK e DAVIS (2014) e FRISHTAK et. al. (2015) buscaram construir a ideia de que a forma de financiamento de um projeto (pública vs privada) altera a eficiência do mesmo. Não apresentaram dados concretos a respeito dessa eficiência, mas recorreram à estrutura básica do *mainstream* econômico para separar a racionalidade do

9 Dados de setembro de 2021.

10 Considerando uma taxa de IR de 20%, aplicada aos instrumentos financeiros em geral para o prazo de um ano.

público (Estado e suas agências) e do privado. Como demonstrado em RECH (2022) a lógica estruturante dessa separação é axiomática e tem suas raízes na longínqua obra magna de Alfred Marshall (1920), isto é:

*“a ineficiência do Estado frente a eficiência absoluta do mercado não pode, por um lado, ser reduzida a mera preferência moral e nem, por outro lado, ser colocada como argumento técnico quando se discutem os caminhos e descaminhos de um país. Tal compreensão se apoia, de fato, em uma construção teórica não desprezível, embora apoiada em categorias metafísicas”* (RECH, 2022, p.)

Na Carta de Infraestrutura de 2019 da consultoria privada Inter B, cujo proprietário é Frishtak, tem-se que *“A privatização das empresas estatais em infraestrutura é parte essencial de um programa de expansão dos investimentos”*. Por outro lado, as evidências empíricas apontam para uma queda generalizada dos investimentos em infraestrutura no Brasil entre meados dos anos 1970 e início dos anos 1990. Como demonstram os dados de FERREIRA e AZONI (2011), nos setores Rodoviário, Ferroviário e Elétrico, as quedas, na média, superam a casa dos 50%. Há uma única exceção, que será comumente utilizada como exemplo pelos defensores do setor privado: o setor de telecomunicações, que apresenta trajetória inversa. Por outro lado, nos demais setores analisados os autores encontraram uma importante quebra estrutural a partir da Constituição de 1988, onde um novo marco regulatório, que privilegiaria o investimento e o financiamento privado nesses setores foi introduzido:

*“Esperava-se que a reforma implicasse a recuperação dos níveis de investimentos observados anteriormente. Preliminarmente, os resultados não corroboram o otimismo*

*existente à época. Pouco significativa estatisticamente, a única quebra estrutural associada à reforma foi encontrada no segmento de telecomunicações, em que os investimentos foram potencializados pela introdução do serviço de telefonia móvel”* (FERREIRA; AZONI, 2011, p. 81).

Isto é, com exceção do setor onde o paradigma foi completamente modificado, já que a principal fonte de comunicação dos anos 1980 – o telefone fixo – é marginal nos dias de hoje, a retração do setor público não significou uma substituição na forma de investimento, onde o setor privado preencheria o espaço deixado pelo setor público, mesmo que as mudanças regulatórias e o processo privatizante tenham se iniciado no mesmo período.

**Tabela 2: Reformas Estruturantes no Setor de Infraestrutura por Setor**

Segmento	Início das privatizações	Fundação da agência setorial	Estágio da reforma
Energia elétrica	1995	1996	Avançado
Ferroviário	1996	2001	Avançado
Rodoviário	1996	2001	Parcial <sup>8</sup>
Telecomunicações	1998	1997	Avançado

Fonte: Elaboração própria.

Fonte: Ferreira e Azoni, 2011, p. 48

MEDEIROS e RIBEIRO (2019) apontam para a desigualdade regional da infraestrutura no Brasil. Demonstram uma tendência à concentração do capital de infraestrutura em regiões mais desenvolvidas. Embora a economia marxista esteja cada vez mais relegada a uma minoria, vale lembrar que a teoria do valor marxiana aponta para a capacidade do entorno de uma propriedade lhe conferir maior valor, dado o acesso aos valores que sua localização lhe permite. Não somente, em Marx (2013; 2016), a tendência à concentração do capital (regional e privadamente) é inerente à lógica do sistema de produção e acumulação capitalista.



O debate sobre *dispersão* e *polarização* do capital é longínquo, e tende a colocar de um lado economistas ortodoxos (*dispersão*) e do outro os economistas do campo heterodoxo (*polarização*). Em linhas gerais, enquanto ortodoxos defendem que em um mercado concorrencial a tendência do capital é dispersar-se e fluir para regiões onde é mais escasso, os heterodoxos apontarão que o que se dará é justamente o contrário, e dado o menor grau de incerteza e a maior produtividade associada à estrutura de capital já existente, a tendência do capital é concentrar-se regionalmente:

*“O governo federal lançou, no segundo semestre de 2016, o Programa de Parcerias de Investimentos (PPI) buscando reforçar a coordenação das políticas de investimentos em infraestrutura por meio de parcerias com o setor privado. O novo programa tem como diretrizes maximizar o rigor técnico para a aprovação de projetos, tornar os contratos mais transparentes e de fácil compreensão, além de focalizar na viabilidade e efetividade dos investimentos propostos. No entanto, pouco tem sido dito a respeito do caráter regional e social das expansões em infraestrutura. Na maioria dos setores envolvidos, a busca pela rentabilidade dos projetos pode fazer com que os investimentos se concentrem em regiões mais ricas e desenvolvidas, capazes de gerar maior fluxo para as empresas em termos de pagamentos das tarifas ou pedágios. Nesse caso, a expansão dos investimentos em infraestrutura poderia ocasionar concentração da renda dentro e entre regiões. Atualmente, o Brasil apresenta discrepâncias alarmantes na distribuição de sua infraestrutura, tanto em circunstâncias de renda, quanto em relação aos contrastes locais, conforme apontado no*

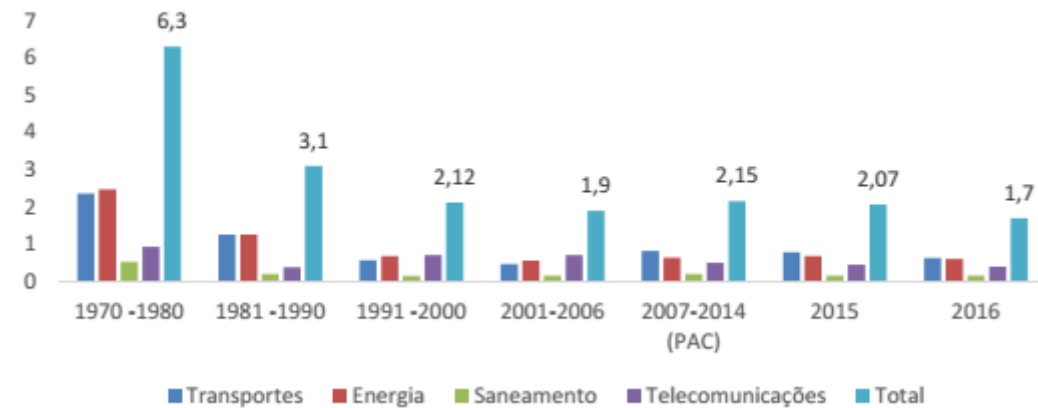
*relatório do Banco Mundial em 2017 intitulado “Back to Planning: How to Close Brazil’s Infrastructure Gap in Times of Austerity”.* (MEDEIROS; RIBEIRO, 2019, pp. 3-4)

Ainda que um dos objetivos do novo PPI seja a maximização do rigor técnico na aprovação de projetos, quando ocorre um fracasso retumbante do setor privado em dar dinamismo ao setor de infraestrutura e recuperar as taxas de investimento da década de 1970 (ver gráfico 2), denotado pelas evidências empíricas, os argumentos ortodoxos (Frishtak; Davis, 2014; Frishtak et. al., 2015; Inter B, 2019) apontam para falhas no financiamento.

Isto é, a excessiva participação do BNDES e dos bancos públicos traria, supostamente, uma supervisão menos criteriosa, dado que envolveriam decisões influenciadas pela arena política dos projetos de infraestrutura, o que causaria ineficiência produtiva. Há de se dizer que tal argumentação supõe, necessariamente, por mais que seus defensores não percebam, que há uma tendência das empresas privadas (que buscam os financiamentos) a tentarem ludibriar o setor público (que concede o financiamento). Se a ineficiência se dá na execução, a execução é privada. Buscou-se então transferir a ineficiência para o financiador e, com isso, desde 2012, o Brasil assiste ao crescimento das debêntures incentivadas, como demonstrado na seção anterior. A troca de financiador não envolve apenas a concessão do crédito, mas envolve o processo decisório sobre onde os recursos serão alocados e quem terá acesso a eles. Ao afastar essa decisão da esfera pública há o risco de uma ampliação da concentração regional de capital apontada por Medeiros e Ribeiro (2019) – principalmente se o argumento heterodoxo da polarização estiver correto.

## Gráfico 2

Investimentos em infraestrutura no Brasil - % PIB (1970-2016).



Fonte: Bielschowsky (2002) e Frischtak & Mourão (2017).

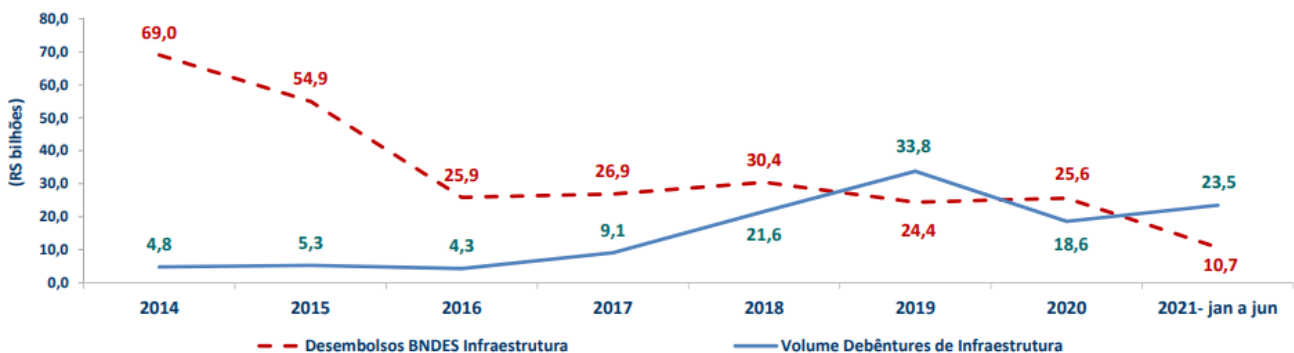
Elaboração: Medeiros e Ribeiro (2018)

Ao que indicam as evidências empíricas, mesmo em um período de baixa inflação e taxas de juros cadentes (2016-2020), o setor de crédito privado não foi capaz de substituir, em volumes comparáveis, o setor público. Destaca-se que o crescente custo de capital, em decorrência da desagregação das cadeias produtivas globais como consequência da pandemia da Covid-19 e agora da guerra entre Rússia e Ucrânia, deve minuar ainda mais o volume de cré-

dito privado na economia brasileira.

No caso do setor privado, a sua passagem do papel de coadjuvante ao papel de protagonista na concessão de crédito ao setor de infraestrutura se explica muito mais pelo encolhimento do *funding* público que pela ampliação do *funding* privado, mesmo que a segunda tenha sido expressiva no que tange especificamente o setor reestruturado a partir de Lei nº 12.431/2011.

Gráfico 3: Desembolsos do BNDES em Infraestrutura X Debêntures de Infraestrutura



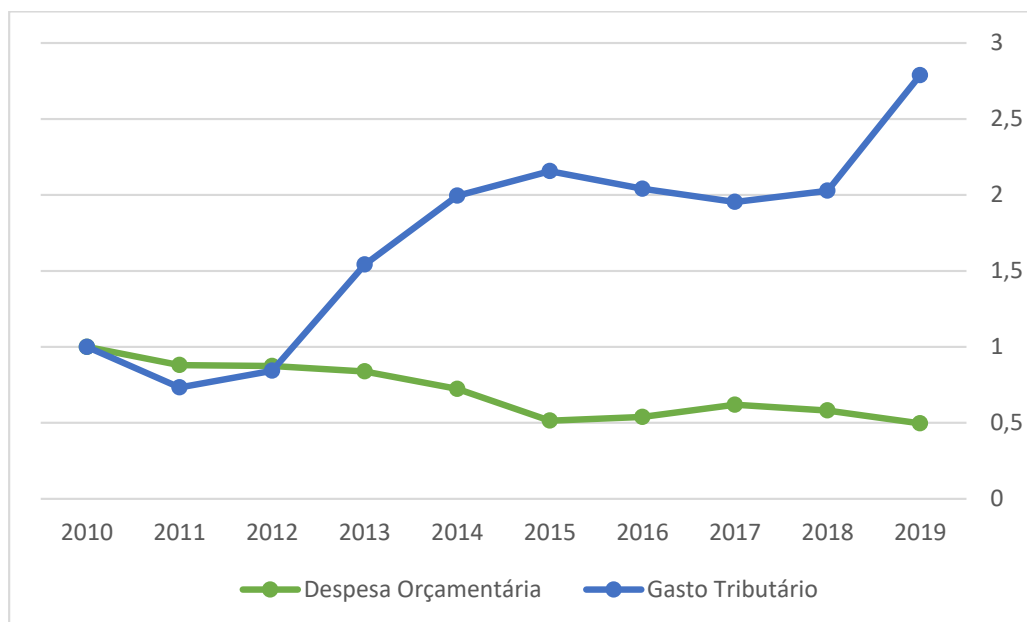
Fonte: Boletim de Infraestrutura ME

Além disso, é notória a retração do setor público no investimento direto em infraestrutura, que apresenta trajetória cadente desde 2010, no Brasil. Por outro lado, como se pode observar no gráfico 4, a partir de 2012 há uma importante inflexão positiva no volume de subsídios concedidos ao setor. Todavia, esses subsídios concedidos para a execução de projetos não incluem aqueles das debêntures incentivadas, que não são incluídos pela receita no cálculo do Demonstrativo de Gastos Tributários (DGT). Dessa maneira, fica ainda mais cla-

ro que há uma convergência entre a redução da participação direta do Estado e a entrada do setor privado em cena. Contudo, o setor privado não entra somente com seus recursos próprios, mas entra apoiado nos auxílios indiretos do Estado.

**Logo, o que se vê é uma transferência total do processo decisório para o setor privado, sem uma transferência total dos riscos e dos custos envolvidos na execução dos projetos de infraestrutura.**

**Gráfico 4: Variação real<sup>11</sup> do gasto em infraestrutura: 2010-2019**



Fonte: Receita Federal; Senado Federal (Siga); Elaboração do autor.

## 5. Instrumentalização da Financeirização do Investimento em Infraestrutura

O setor financeiro passa, então, a exercer papel central na condução do investimento em infraestrutura. Para tanto, as debêntures incentivadas passam a ser complementadas com outras iniciativas e processos no âmbito do regime de governança orçamentária que vão construindo as condições propícias para o seu desenvolvimento. A fragi-

lização dos instrumentos e organizações ligadas ao planejamento governamental, com rebatimentos nas suas ligações com o orçamento, ajudam a formar o quadro.

Com relação ao Plano Plurianual, principal instrumento de planejamento de médio prazo do país, três pontos precisam ser destacados. Em primeiro lugar, a mudança metodológica do PPA 2020-2023, a partir da qual houve um enxugamento significativo dos objetivos e metas expli-

11 Variação nominal deflacionada pelo IPCA aos valores do primeiro ano da série.

tados e, portanto, das possíveis conexões com o orçamento – do ponto de vista dos resultados pretendidos –, representou um recuo importante dos compromissos públicos com os resultados do setor. A lei do PPA 2016-2019 indicava um conjunto de 54 programas temáticos, 304 objetivos e 1.136 metas. A partir da simplificação metodológica, o PPA posterior passou a contar com 70 programas finalísticos, 70 objetivos e 70 metas. Os compromissos públicos assumidos pelo governo e institucionalizado nos instrumentos de planejamento e orçamento estatais, portanto, foram sensivelmente reduzidos.

Aliado a isso, o Governo Federal buscou para o PPA atual a aprovação de regra que permitiu que os investimentos plurianuais não constassem discriminados no Plano para que pudessem constar nos orçamentos anuais, conforme disposto no § 1º do art. 167 da Constituição Federal de 1988: *"Nenhum investimento cuja execução ultrapasse um exercício financeiro poderá ser iniciado sem prévia inclusão no plano plurianual, ou sem lei que autorize a inclusão, sob pena de crime de responsabilidade"*.

Aberta a exceção para o PPA 2020-2023, o Governo Federal elencou no seu instrumento de planejamento 30 investimentos prioritários, definidos por critérios relacionados ao andamento da execução financeira verificada até o início do plano e prazo de término previsto até 2023. Ou seja, sem a necessidade de verificação de alinhamento com relação a estratégias de desenvolvimento do país, dinâmicas territoriais ou setoriais próprias. Dessa forma, o Governo se retirava deliberadamente da missão de planejar o seu próprio desenvol-

vimento (Couto e Cardoso Jr. 2020).

Somado a isso, ainda, o Governo Federal buscou a própria exclusão do Plano Plurianual do arcabouço constitucional. A PEC 188, apresentada no final de 2019, após, portanto, o envio do PPA 2020-2023 para apreciação do Congresso Nacional, previa a extinção do PPA e a ampliação do horizonte do orçamento anual para plurianual. Dado seu caráter essencialmente setorial, no entanto, o processo orçamentário, do modo que é efetuado atualmente, não seria capaz de promover mecanismos de incentivo à multissetorialidade e transversalidade. O papel do planejamento de médio prazo, orientando as decisões alocativas, na forma de lei – discutida, portanto, ao menos com os representantes parlamentares – restaria vazio.

Dessa forma, **o transplante das funções de definição do investimento para o setor financeiro, é reforçada pela fragilização deliberada do planejamento público. Todavia, o que buscou-se demonstrar aqui é que isso não significou que o Estado, e a sociedade, de maneira mais geral, não permanecem arcando com os custos e riscos desses investimentos. Mais ainda, o que se pode observar é que, em verdade, mesmo para os atores privados, os custos se elevam e o grande beneficiário é mesmo o setor financeiro.**

Como adiantado na seção anterior, o ágio anual pago pelo capital produtivo em captações via debêntures incentivadas frente ao que poderia ser pago em captações via BNDES, com o mesmo custo público, gravita na casa dos 4% ao ano.

**Tabela 3: Ágio estimado pago pelo capital produtivo implícito na mudança de credor**

	Custo de contratação via Debêntures Incentivadas	Custo estimado de contratação via BNDES	Diferença entre o custo de captação
2012	11,64%	7,12%	-4,52%
2013	12,31%	7,94%	-4,37%
2014	13,31%	9,32%	-3,99%
2015	18,27%	13,16%	-5,11%
2016	13,29%	9,50%	-3,79%
2017	9,05%	6,01%	-3,04%
2018	10,35%	7,12%	-3,23%
2019	9,01%	5,88%	-3,13%
2020	8,33%	4,36%	-3,97%

Fonte: Ministério da Economia; Elaboração dos Autores. A estimativa é feita através do custo das debêntures incentivadas subtraído o spread frente as NTN-B e a renúncia tributária concedida aos detentores das debêntures.

Como a maioria das debêntures incentivadas é destinada a projetos de infraestrutura pública, como rodovias, portos e aeroportos, não é precipitado afirmar que a mudança no credor, do público para o privado, acarreta em um custo social não desprezível. Isso porque quando, por exemplo, as tarifas de pedágio são definidas pela agência reguladora e pela empresa vencedora do leilão de concessão, leva-se em conta o custo de financiamento do projeto e a taxa interna de retorno (TIR) do mesmo. Logo, quanto maior o custo de financiamento, maior a tarifa, seja rodoviária, portuária ou aeroportuária. Esse dispêndio social maior, fruto da transferência do processo de financiamento para o setor privado, é distribuído pelas mais diversas classes sociais, já que mesmo sem que todos utilizem diretamente os serviços, o custo de transporte médio será maior e pago por todos. Não obstante, o custo público direto não foi reduzido com essa modificação, já que as subvenções creditícias foram substituídas por subsídios tributários.

Mais ainda, como destacado na seção anterior, **a mudança do credor altera a lógica do processo decisório. Se quando a decisão de financiar era pública as necessidades nacionais eram levadas em consideração, projetos em áreas remo-**

**tas eram efetuados, a tendência a partir da transição do processo decisório ao setor privado é a de que os projetos se concentrem cada vez mais em áreas já desenvolvidas e de grande fluxo, ampliando as desigualdades regionais de infraestrutura já existentes no país. Nesse sentido, a *financeirização da infraestrutura pública deve ser entendida sob dois prismas: um aumento no custo de execução dos projetos; uma transferência total do processo decisório ao setor privado sem uma transferência total dos custos.*** Para que isso de fato fosse vantajoso para a sociedade, a eficiência desses novos projetos deveria ser muito superior a eficiência anterior o que, até o momento, não tem sido demonstrado.

## 6. Considerações Finais

Os dados aqui apresentados vêm a explicitar a dupla realidade do atual regime orçamentário federal: de um lado, a flexibilização/permisividade com os gastos tributário; do outro a rigidez/esterilização com as despesas orçamentárias. Uma observação lógica do que foi aqui exposto é que essa flexibilização com os gastos tributários se reflete em novos instrumentos financeiros, os quais ampliam o poder decisório do setor financeiro sem necessa-

riamente reduzir os gastos estatais com o setor já que, como visto, as subvenções financeiras foram substituídas por renúncias tributárias.

Dessa forma, **dizer que a financeirização crescente da infraestrutura e do mercado de terras no Brasil é subsidiada pelo Estado não é mero argumento retórico, mas transforma-se em uma crítica pertinente, sobretudo aqueles que defendem o protagonismo privado, já que esse tem sido não apenas insuficiente, mas também incentivado por recursos públicos.** Essa mudança no financiamento da infraestrutura pública, em direção a um crédito mais custoso ao capitalista produtivo e, conseqüentemente, encarecedor de tarifas públicas, só faria sentido se a separação metafísica posta por Marshall há mais de dois séculos fosse precisa, isto é: o Estado deve ser incapaz de tomar decisões racionais enquanto sua antítese, o Mercado, é sempre dotado das informações necessárias e suficientes para tomadas de decisão sempre perfeitas.

O protagonismo privado em um setor tão sensível ao desenvolvimento nacional como a infraestrutura tende a levar o país

a um desenvolvimento regional cada vez mais desigual, já que os dados apontam para uma tendência do capital, ao operar sem restrições, em concentrar-se regional e privadamente. Essa tendência foi colocada por Marx ainda em meados do século XIX, cerca de 25 anos antes da publicação Marshalliana, quando o autor demonstrava que o capitalismo, como sistema não apenas de produção, mas também de acumulação, tendia a acumular os excedentes e, conseqüentemente, expandir-se em regiões concentradas, com a intensidade do processo de dispersão (que de fato existe) sendo sempre menor que a intensidade de concentração do capital.

Por fim, parece hora adequada para encerrar essa dualidade orçamentária, e se tratar os gastos tributários com a seriedade e transparência que eles merecem. Sua condição marginal no debate público, sem dúvida, favorece seu crescimento desregrado e em favor daqueles com maior poder de barganha, notadamente os setores do agronegócio e das finanças especulativas.

## Referências

ARANTES PAULO, Luiz Fernando. Plano Plurianual: teoria, prática e desafios para sua efetividade. Curitiba: Juruá, 2016.

BAUER, Michael W. & KNILL, Christoph (2014) A Conceptual Framework for the Comparative Analysis of Policy Change: Measurement, Explanation and Strategies of Policy Dismantling, *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 16:1, 28-44, DOI: 10.1080/13876988.2014.885186

BARCELOS, Carlos Leonardo Klein. Governança orçamentária e mudança institucional: o caso da norma geral de direito financeiro – Lei nº 4.320/64. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade de Brasília, Brasília, 2012.

BARZELAY, M.; SHVETS, E. Improvisando as práticas de planejamento estratégico centrado em projetos e sua implementação: o caso do Brasil em Ação. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 39, n. 3, 2005.

COUTO, Leandro Freitas; BARCELOS, Carlos Leonardo Klein; CALMON, Paulo du Pin. Mudanças recentes na governança orçamentária federal: um novo regime a partir da EC

95? In. COUTO, Leandro Freitas; RODRIGUES, Julia Marinho. *Governança Orçamentária no Brasil*. Ipea: Brasília, 2022 (no prelo).

COUTO, Leandro Freitas; CARDOSO JR. José Celso. *Governança Orçamentária: Transformações e lacunas nas práticas de planejamento e orçamento no Brasil*. In. *Boletim de Análise Político-Institucional*, nº 19. Brasília: IPEA, 2018.

COUTO, Leandro Freitas; CARDOSO JR. A função dos planos plurianuais no direcionamento dos orçamentos anuais: avaliação da trajetória dos PPAs no cumprimento da sua missão constitucional e o lugar do PPA 2020-2023. *Texto para Discussão 2549*, Brasília: IPEA, 2020.

FERREIRA, T. AZONI, C.R. Arranjos institucionais e investimento em infraestrutura no Brasil. *Revista do BNDES*, nº 35, Brasília: junho 2011.

FRISHTAK, C., DAVIES, K. O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento. In: PINHEIRO, A., FRISHTAK, C. *Gargalos e Soluções na Infraestrutura de Transportes*. Rio de Janeiro: FGV, 2014, pp. 39-64.

FRISCHTAK, C., DAVIES, K., NORONHA, J. O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada. *Revista Econômica*, v.17, n.2, Niterói: dezembro 2015, pp. 9-50.

INTER B. *Carta de Infraestrutura: Os investimentos em Infraestrutura em 2018 e perspectivas para 2019*. Ano 6, nº1, São Paulo: Inter B Consultoria de Negócios, setembro 2019.

MARSHALL, A. *Principles of Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 1920 reprinted in 2013.

MARX, K. *O Capital: Crítica à Economia Política, Volume I*. São Paulo: Boitempo, 2013.  
\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica à Economia Política, Volume III*. São Paulo: Boitempo, 2016.

MEDEIROS, V., RIBEIRO, R. *Investimento em infraestrutura: uma estrada para o desenvolvimento*. In: *O futuro do crescimento com igualdade no Brasil*, 7pp., 2019.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. *Boletim de Debêntures Incentivadas*, nº 93, Brasília: Ministério da Economia, Agosto 2021.

RECH, L.T. *O Estado na Teoria Econômica: Os Diferentes Paradigmas e suas Diferentes Leituras*. Tese de Doutorado. Salvador: Universidade Federal da Bahia, 2019.

\_\_\_\_\_. *Gasto Tributário no Brasil: Evolução e Hipóteses Explicativas*. In COUTO, L., RODRIGUES, J. *Governança Orçamentária no Brasil*, Brasília: IPEA, 2022.

SERETARIA DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Demonstrativo dos Gastos Tributários – PLOA 2021*. Brasília, ago. 2020. Disponível em: <<https://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal/previsoesploa/dgt-ploa>>. Acesso em 19 de Janeiro de 2021.

TEIXEIRA, R.; PINTO, E.C.; *A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico*. Campinas: Economia e Sociedade, 21, 2012: 909-941.

# 12

## O Desmonte do Estado por meio das Privatizações e Desnacionalização das Empresas Estatais Federais

*William Nozaki<sup>1</sup>*

### Resumo

Todos os países que passaram por processos de modernização tardia – que se industrializaram e se urbanizaram ao longo do século XX – contaram com a forte articulação entre Estado e mercado em seus processos de desenvolvimento. As principais justificativas para o ativismo do Estado decorrem da falta de apetite do setor privado para entrar em áreas que exigem maiores riscos e menores retornos; a existência de setores caracterizados por apresentar economias de escala e dinâmicas oligopólicas; o controle sobre recursos naturais estratégicos e/ou escassos.

Em países em desenvolvimento, o Estado teve que assumir a responsabilidade por investimentos diretos nas áreas de infraestrutura, indústria de base e serviços de utilidade pública com o objetivo de promover a industrialização e à luz dos limites do setor privado para arcar com os condicionantes inerentes a grandes projetos e obras. Uma característica peculiar da debilidade do setor privado doméstico em países periféricos foi, historicamente, a existência de um pequeno e ineficiente mercado de capitais para assegurar o financiamento dessas ati-

vidades econômicas. Sendo assim, coube ao Estado realizar tais tarefas por meio de seu Sistema Financeiro Público (SFP).

Além disso, a intervenção estatal se impôs como prioritária naqueles setores em que, por motivos produtivos e técnicos, a produção eficiente requeria uma redução no número de firmas com conseqüente ampliação nas escalas de produção. Isso posto, as empresas públicas expandiram-se naqueles setores onde o nível tecnológico exigia a atuação intensiva do poder público, como os setores de petróleo e gás, energia elétrica e outros serviços urbanos. Dessa vez coube ao Estado enfrentar tais desafios por meio da composição de seu Sistema Produtivo Estatal (SPE).

O “estatismo” não nasce, portanto, como uma questão política ou ideológica, mas como uma necessidade de suprir a lacuna deixada pela iniciativa privada; do mesmo modo, as “empresas estatais” não são a causa da falta de concorrência em determinados segmentos, pelo contrário, elas surgem exatamente para desbravar os desafios de setores que são inerentemente e previamente oligopolizados.

---

1 Professor de economia e ciência política da Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo (FESPSP) e diretor técnico do Instituto de Estudos Estratégicos de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (INEEP).



Mas no Brasil, entre 2016 e 2021 o número de empresas estatais federais caiu de 228 para 159, caracterizando uma das mais intensas ondas de privatizações na história do país. Desde 2019, o atual Ministro da Economia tem intensificado suas declarações, reafirmando a centralidade do desmonte do Estado e das empresas estatais na agenda do governo. A ofensiva no discurso, entretanto, não necessariamente reflete os obstáculos reais que o governo vem enfrentando na prática para levar adiante sua reforma silenciosa do Estado e das empresas estatais.

Do ponto de vista dos projetos concluídos, o processo de desestatizações se concentrou fundamentalmente no setor de petróleo e energia e se configurou não apenas como um processo de *privatização*, mas de *desnacionalização*, com destaque para a intensificação da entrada de players globais, vários deles, ironicamente, empresas estatais em seus próprios países, como nos EUA, China, Inglaterra, Alemanha, Noruega e Índia.

Assim, considerando esse ambiente histórico e institucional, toda tentativa excessivamente célere de enxugamento do arranjo que propiciou nosso desenvolvimento por meio de desestatizações carrega junto consigo riscos de desorganização do funcionamento do mercado e da própria sociedade. Um exemplo recente chama a atenção: o desmonte da Petrobras, como empresa integrada, com o objetivo de abrir o mercado para *players* e *traders* internacionais, trouxe consigo uma política de preços norteadas pelo mercado financeiro, que impôs a imprevisibilidade sobre os valores da gasolina, do diesel e do gás de cozinha; além disso, uma política de refino orientada para a importação de derivados que impôs a imprevisibilidade sobre os valores do frete, da logística e do transporte de cargas em geral.

O resultado: instabilidade social e aprofundamento da recessão econômica. Nou-

tras palavras, a desestatização está longe de vir, automaticamente ou naturalmente, acompanhada de menores preços ou mais eficiência na oferta de produtos e serviços. Aliás, é exatamente por esse conjunto de motivos que, passada a onda de privatizações que marcou a década de 1990, mais recentemente o que se tem observado no mundo, tanto em economias desenvolvidas quanto em países em desenvolvimento é a reabertura do debate sobre a importância da estatização ou da reestatização em setores estratégicos para as respectivas estruturas produtivas sociais em cada caso concreto.

Como se pode notar, o processo de retomada das capacidades estatais ocorre em países com governos das mais diferentes matizes ideológicas. O que tem determinado tais decisões são alguns fatores comuns a todas essas experiências: (i) a prioridade do pagamento de dividendos para os acionistas substitui o investimento na melhoria e na manutenção dos serviços para a população; (ii) o aumento no preço dos produtos e serviços negociados, acompanhado da negligência com relação à ampliação ou universalização do acesso; (iii) a falta de ganhos em eficiência e qualidade, acompanhada da perda de soberania ou autonomia nacional.

Nesse sentido, os efeitos concretos das privatizações tal como tem acontecido no Brasil atualmente caminham na contramão do que tem ocorrido nas economias centrais e no caminho oposto do que determinam os princípios e os aspectos programáticos da Ordem Econômica promulgada com a Constituição Cidadã de 1988. As empresas estatais são parte do arranjo econômico-institucional que viabilizou o desenvolvimento brasileiro, integram o patrimônio nacional, portanto, devem ser resguardadas com o máximo de lisura a fim de não se perderem os instrumentos necessários para a retomada do crescimento econômico no país.

## 1. Introdução

Todos os países que passaram por processos de modernização tardia – que se industrializaram e se urbanizaram ao longo do século XX – contaram com a forte articulação entre Estado e mercado em seus processos de desenvolvimento.

Se a primeira revolução industrial inglesa foi marcada pela dinâmica concorrencial do *laissez-faire*, todas as ondas de avanço produtivo ocorridas posteriormente tiveram que enfrentar pelo menos três desafios: (i) acelerar o salto industrial a partir de estratégias de *catch-up*; (ii) desbravar fronteiras mais avançadas de desenvolvimento tecnológico e inovação; (iii) enfrentar desafios mais complexos relacionados à necessidade de maior concentração e centralização de capitais para o financiamento de longo-prazo dessas atividades.

Desse modo é que, a partir da segunda revolução industrial, o papel do Estado – como agente planejador, investidor e financiador – toma forma e assegura a modernização de países como EUA, Alemanha, França, Japão, Rússia e Coreia, entre outros. Nenhuma das atuais dez maiores economias do mundo alcançaram lugar relevante sem contar com a consolidação de suas *capacidades estatais*.

As principais justificativas para o *ativismo do Estado* decorrem da falta de apetite do setor privado para entrar em áreas que exigem maiores riscos e menores retornos; a existência de setores caracterizados por apresentar economias de escala e dinâmicas oligopólicas; o controle sobre recursos naturais estratégicos e/ou escassos.

Em países em desenvolvimento, o Estado teve que assumir a responsabilidade por investimentos diretos nas áreas de infraestrutura, indústria de base e serviços de utilidade pública com o objetivo de promover a industrialização e à luz dos limites do setor privado para arcar com os condicionantes inerentes a grandes projetos e obras. Uma

característica peculiar da debilidade do setor privado doméstico em países periféricos foi, historicamente, a existência de um pequeno e ineficiente mercado de capitais para assegurar o financiamento dessas atividades econômicas. Sendo assim, coube ao Estado realizar tais tarefas por meio de seu Sistema Financeiro Público (SFP).

Além disso, a intervenção estatal se impôs como prioritária naqueles setores em que, por motivos produtivos e técnicos, a produção eficiente requeria uma redução no número de firmas com conseqüente ampliação nas escalas de produção. Isso posto, as empresas públicas expandiram-se naqueles setores onde o nível tecnológico exigia a atuação intensiva do poder público, como os setores de petróleo e gás, energia elétrica e outros serviços urbanos. Dessa vez coube ao Estado enfrentar tais desafios por meio da composição de seu Sistema Produtivo Estatal (SPE).

No Brasil, não haveria crédito de longo-prazo para a indústria, crédito imobiliário para habitação e crédito agrícola para agricultura familiar e em geral sem a ação, respectivamente, do BNDES, da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil; do mesmo modo, não haveria soberania nacional, segurança energética e garantia de abastecimento do mercado interno sem a atuação dos grupos Petrobras e Eletrobras, apenas para ficar nas mais significativas empresas estatais brasileiras em operação.

No caso do Brasil, entre 1930 e 1980 o Estado constituiu formas superiores de organização da economia de mercado no país, a partir do *sistema produtivo estatal* (SPE) e do *sistema financeiro público* (SFP). O Estado brasileiro capitaneou e coordenou a industrialização, soldando a articulação entre empresas estatais, empresas privadas nacionais e empresas privadas internacionais, com destaque para a Petrobras e o BNDES, duas instituições que sobreviveram ao longo da travessia do projeto de construção e modernização nacional. A

coalização política que permitiu a modernização industrial emergiu de uma aliança entre o empresariado nascente, os trabalhadores em formação, os estamentos burocráticos estatais, alguns grupos militares e lideranças intelectuais progressistas.

Tal congregação se deu em torno de uma diretriz, qual seja: **a formação, o desenvolvimento e a consolidação do capitalismo brasileiro não poderiam acontecer por forças espontâneas e naturais do mercado, mas necessitaria da atuação do Estado como indutor, planejador, regulador e empresário.** Aliás, como aconteceu em todas as experiências de capitalismo desenvolvido (dos EUA à China, passando por França, Alemanha, Japão, Rússia, Coreia e tantos outros).

O “estatismo” não nasce, portanto, como uma questão política ou ideológica, mas como uma necessidade de suprir a lacuna deixada pela iniciativa privada; do mesmo modo, as “empresas estatais” não são a causa da falta de concorrência em determinados segmentos, pelo contrário, elas surgem exatamente para desbravar os desafios de setores que são inerentemente e previamente oligopolizados.

## 2. As privatizações nos governos Temer e Bolsonaro (2016-2021)

Entre 2016 e 2021 o número de empresas estatais federais caiu de 228 para 159, caracterizando uma das mais intensas ondas de privatizações na história do país. Desde 2019, o atual Ministro da Economia tem intensificado suas declarações, reafirmando a centralidade do desmonte do Estado e das empresas estatais na agenda do governo. Depois de reafirmar em entrevistas que “gostaria de vender tudo e reduzir a dívida”, Paulo Guedes insinuou que Bolsonaro já começava a ter “simpatia inicial” pela venda de empresas estratégicas como a Petrobras e sinalizou que estaria em curso um processo silencioso no qual “tem empresas que serão privatizadas que vocês

nem imaginam”.

A ofensiva no discurso, entretanto, não necessariamente reflete os obstáculos reais que o governo vem enfrentando na prática para levar adiante sua reforma silenciosa do Estado e das empresas estatais.

A própria institucionalidade responsável pelo desmonte do Estado se mostra pouco clara, de um lado, há a Secretaria Especial do Programa de Parcerias de Investimentos, vinculada à Secretaria de Governo; criada ainda no governo Temer, essa instância é responsável pela gestão de vários projetos e modelos de vendas de ativos estatais, tais como arrendamento, autorização para novos investimentos, cessão onerosa, partilha, concessão comum, concessão de direito exploratório, subconcessão, desestatização, dissolução com liquidação de ativos, parceria público-privada, privatização. De outro lado, há também a Secretaria de Desestatização e Desinvestimentos, ligada ao Ministério da Economia, sob a batuta de Paulo Guedes; criada no governo Bolsonaro, essa outra instância é responsável pela Coordenação e Governança das Empresas Estatais e pela Governança do Patrimônio da União. Mas na prática, entretanto, trata-se mais de uma Secretaria de articulação do que de decisão, dado que a lista de ativos vendáveis precisa ser submetida ao Conselho do PPI e aos Conselhos de Administração das empresas estatais.

Com o argumento de melhorar a gestão e enxugar o Estado, a atual equipe econômica, contraditoriamente, criou fluxogramas sobrepostos e aumentou o organograma estatal em uma demonstração flagrante de desarticulação política e ineficiência de gestão. Nada disso, entretanto, diminui a centralidade da agenda de desmonte do Estado posta em curso. Pelo contrário, o que o exemplo revela é que a ofensiva das privatizações seguirá aos solavancos, impondo novos e crescentes conflitos, daí a

importância de se observar esse quadro com mais atenção, como se tenta nas linhas abaixo.

O PPI foi iniciado em setembro de 2016 e se propôs a transferir para a iniciativa privada 175 ativos públicos em 10 setores estratégicos, totalizando R\$ 287,5 bilhões. As áreas elencadas como prioritárias foram: ferrovias, rodovias, aeroportos, portos, geração hidrelétrica, distribuição de energia, transmissão de energia, mineração, óleo e gás e outros segmentos.

Ao final do governo Temer os resultados indicavam a condução de 91 processos de venda de ativos públicos nos 10 segmentos prioritários elencados acima, mobilizando cerca de R\$ 144,3 bi, o que significa que 52% dos projetos foram levados à cabo e 50,1% do valor estimado foi alcançado. As concessões foram responsáveis pela entrada de R\$ 46,4 bi, enquanto as privatizações responderam por cerca de R\$ 97,9 bi.

A combinação de muitos ativos e setores envolvidos, mas com poucos projetos concluídos, foi sintoma do descompasso entre a voracidade política e a ineficiência de gestão que acompanham o programa desde o seu nascedouro.

Do ponto de vista dos projetos concluídos, o processo de desestatizações se concentrou fundamentalmente no setor de petróleo e energia e se configurou não apenas como um processo de *privatização*, mas de *desnacionalização*, com destaque para a intensificação da entrada de players globais como EUA, China, Inglaterra, Alemanha, Noruega e Índia.

No que se refere aos projetos prorrogados, tratavam-se fundamentalmente de concessões ordinárias de ferrovias e portos, no primeiro caso o atraso se deveu à morosidade do governo em levar adiante suas próprias propostas e no segundo caso os obstáculos passaram pelos cuidados provocados pelo escândalo dos portos envolvendo a figura de Michel Temer.

Nos projetos que permaneceram em andamento é que se concentrava o núcleo duro do PPI. Foram objeto de tentativa de transferência do público para o privado: i) cinco empresas públicas por desestatização; ii) treze aeroportos, nove rodovias e cinco ferrovias por concessão; iii) dezesseis atividades portuárias por arrendamento; iv) cinco distribuidoras de energia por privatização; v) além da realização de cinco rodadas de cessões de direito exploratório sobre minérios e duas rodadas de leilões de áreas do pré-sal, além da indicação de privatização do Sistema Eletrobras e outras empresas como Casa da Moeda, Loteria Instantânea LOTEEX e a Gestão de Rede de Comunicações do Comando da Aeronáutica (COMAER).

O governo Bolsonaro tem tentado dar sequência a esse desmonte dos arranjos econômico-institucionais que viabilizaram a modernização econômica do país entre as décadas de 1930 e 1980 por meio da participação central das empresas estatais como articuladoras do investimento público e privado, nacional e internacional.

As justificativas mobilizadas para realizar as privatizações são tão arcaicas quanto contestáveis: a necessidade do ajuste fiscal, ganhos de eficiência na gestão, enfrentamento da influência da política e da corrupção no controle das empresas estatais.

Prova disso é que a equipe econômica de Paulo Guedes ampliou as frentes do desmonte, que passaram a operar por meio de: abertura de capitais; busca de parcerias; desinvestimentos; privatizações; incorporações; fusões; cisões; liquidações; concessões; planos de demissão voluntária (PDVs).

Como já se apontou, os objetivos de tais medidas são todos eles estritamente econômico-financeiros, quais sejam: evitar que empresas estatais se tornem dependentes do Tesouro Nacional; reduzir a dependência de subvenções nas empresas

estatais dependentes do Tesouro Nacional; melhorar o desempenho operacional das empresas estatais federais, possibilitando a distribuição de dividendos para acionistas; melhorar a gestão das empresas para que sejam capazes de financiar seus investimentos com recursos próprios, sem necessidade de aportes da União.

No entanto, vale destacar, das 134 empresas estatais federais, apenas 18 tem dependência direta do Tesouro, a maioria delas concentradas em áreas de pesquisa, implantação e gestão de projetos, como é o caso da EPL, da EPE e da EMBRAPA, setores em que projetos estratégicos, envolvendo alta tecnologia e alto risco simplesmente não seriam absorvidos pela iniciativa privada. Além disso, ao contrário do que se propaga, em 2018, por exemplo, as oito principais estatais federais registraram lucro líquido conjunto de R\$ 74,3 bi, valor que representa crescimento de 132% em relação a 2017, o melhor resultado em oito anos. Tal desempenho propiciou o pagamento de R\$ 7,7 bilhões em dividendos, 37% mais que no ano anterior. Os resultados mais expressivos foram da Petrobras, com lucro líquido de R\$ 26,7 bi, seguido pelo Banco do Brasil com R\$ 15,1 bi, pela Eletrobras com R\$ 13,3 bi e pela Caixa com R\$ 10,4 bi, tudo com base em dados do Boletim das Empresas Estatais Federais.

i. A despeito dos bons resultados, o governo estabeleceu como diretrizes e prioridades nessa área:

ii. A coordenação da implementação do Decreto nº 9.188/2017, que trata do regime especial de desinvestimento de sociedades de economia mista, tendo como horizonte a desconstrução da ideia de empresa pública integrada e a construção, no seu lugar, da ideia de empresas concentradas estritamente em seu "core business". O impacto se mostra, por exemplo, na redução do quadro de pessoal

das estatais. **Trata-se de adotar um padrão privado e financeirizado de governança corporativa em detrimento de um modelo estratégico e orientado para investimentos.**

iii. A análise da viabilidade de privatização das distribuidoras de energia da Eletrobras, utilizando como justificativa central a necessidade de aumentar a distribuição de dividendos para os acionistas privados e a minimização dos aportes da União nesse setor.

iv. A coordenação da implementação do Decreto nº 9.355/2018, que estabelece regras de governança, transparência e boas práticas de mercado para a cessão de direitos de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos pela Petrobras, com o argumento de que as grandes empresas estatais estariam excessivamente expostas à corrupção provocada por agentes políticos.

v. A redução da alavancagem financeira e do espectro dos planos de investimentos tanto da Eletrobras quanto da Petrobras, não por acaso as duas maiores empresas produtivas estatais do país.

vi. O fortalecimento da Comissão interministerial de governança e de administração de participações societárias da União (CGPAR), instituída pelo Decreto nº 6.021/2007 e que tem por finalidade tratar de matérias relacionadas com a governança corporativa nas empresas estatais federais e da administração de participações societárias da União.

vii. Além da aceleração do processo de liquidação da Companhia Docas do Maranhão (CODOMAR) e da Alcantara Cyclone Space (ACS);

da privatização dos Correios, iniciada com plano de demissão voluntária, redefinição dos valores das tarifas e dos critérios de atendimento, remodelagem e enxugamento da rede de agências e realização de parceria com a Azul Linhas Aéreas; da implementação do processo de reorganização da Infraero, incluindo a venda de participações em aeroportos.

As metas e objetivos elencados, como se pode observar, são bastante ousados e conformam, em última instância, mais do que uma reforma da administração pública indireta, **trata-se de uma espécie de re-fundação do Estado brasileiro em bases ultraliberais.**

O atual governo tem ampliado a lista de ativos privatizáveis e tem acentuado o discurso ideológico em defesa das privatizações. No entanto, não tem conseguido levar adiante essas vendas, pois grande parte dos principais projetos listados no Programa de Parcerias e Investimentos (PPI) tem status em atraso por motivos variados, como se verá adiante. Para compensar, o governo tem acelerado o calendário das concessões de aeroportos, portos e ferrovias.

O último leilão para concessão de aeroportos gerou uma arrecadação de R\$ 2,377 bilhões superando as expectativas do governo em R\$ 2,158 bilhões.

Dadas as condições favoráveis ao capital privado, o leilão também foi marcado pela forte disputa e pelo forte interesse de investidores estrangeiros. Com esse processo, o número de aeroportos geridos pela iniciativa privada subiu de 10 para 22, e atualmente, sete operadoras internacionais atuam no país. A espanhola Aena venceu o disputado leilão pelo principal bloco de aeroportos. Com oferta de outorga de R\$ 1,9 bilhão, o consórcio vai administrar os aeroportos do bloco Nordeste, considerado o mais cobiçado desse certame. O que pou-

co se destacou, entretanto, é que se trata de uma *empresa estatal*, para espanto dos adeptos do ultraliberalismo.

Além disso, o governo federal arrecadou R\$ 219,5 milhões com a concessão de quatro terminais portuários, três deles no Porto de Cabedelo (PB) e um no Porto de Vitória (ES). Dois consórcios formados pelas mesmas empresas — Ipiranga, Petrobras Distribuidora e Raízen — arremataram todos os portos. As áreas serão utilizadas para movimentação e armazenagem de combustível.

O consórcio Nordeste ficou com as três áreas na Paraíba por um lance de R\$ 54,52 milhões, enquanto o consórcio Navegantes arrematou a área no porto de Vitória, com lance de R\$ 165 milhões. A concessão valerá por 25 anos e pode ser renovada por 70 anos.

Por fim, a operadora logística Rumo arrematou a concessão de um trecho da ferrovia Norte-Sul, após ter oferecido pagar 2,719 bilhões de reais. A companhia, que tem como principal sócia o grupo de energia Cosan, bateu sua única concorrente no certame, a VLI, operadora logística da Vale, da Mitsui e da Brookfield, que ofertou pagar 2,065 bilhões de reais. A Rumo terá direito de operar o trecho da ferrovia, importante no transporte de commodities agrícolas e combustíveis, por 30 anos. Com o leilão, o investimento previsto no empreendimento pelo novo concessionário é de 2,7 bilhões de reais.

Os certames foram, via de regra, iniciados com valores iniciais de outorga subestimados pelo governo. No caso do setor aéreo, por exemplo, os 12 aeroportos foram ofertados por apenas R\$ 219 milhões, já no caso dos portos o valor mínimo de outorga foi estabelecido com o preço simbólico de R\$ 1,00 (um!), donde o suposto sucesso nos ágios dos leilões.

O avanço nas concessões, entretanto, não tem sido acompanhado na mesma

intensidade pelas outras modalidades de privatização e o governo encontra dificuldades políticas e de gestão para alcançar suas metas. Não há consenso entre a equipe ministerial sobre o escopo e sobre a velocidade do PPI, pelo menos cinco ministros demonstraram resistência aos planos do Ministro da Economia.

Na área de Minas e Energia (MME), a venda da Eletrobras enfrentou impasses: enquanto o Ministro Bento Albuquerque desejava um novo modelo de capitalização para a empresa, Paulo Guedes manifestava o interesse na privatização integral dos ativos da empresa elétrica.

No setor de Infraestrutura, por sua vez, apesar do avanço das concessões, o Ministro Tarcísio Gomes de Freitas sinalizou o bloqueio da venda da Empresa de Planejamento e Logística (EPL), e, na contramão das diretrizes da antiga Fazenda iniciou um processo de recomposição de vagas e de contratação de pessoal. A Empresa de Planejamento Energético (EPE) que também já esteve próxima da extinção deixou de figurar da lista de ativos privatizáveis no próximo período.

No Ministério de Ciência, Tecnologia e Comunicações houve resistências contra a venda dos Correios e a liquidação da Ceitec, empresa responsável pela produção de medicamentos e de chips de monitoramento de animais. A esse caldo se soma ainda as posições do Ministro da Secretaria de Governo que se demonstrou refratário à venda da Empresa Brasil de Comunicação (EBC).

Como se pode notar, **o processo de privatizações que já havia sido levado à cabo com dificuldades no governo Temer segue enfrentando solavancos no governo Bolsonaro, dada a falta de coesão e consenso entre os distintos grupos que compõe o governo.**

À luz desse quadro, portanto, as sistemáticas declarações de Paulo Guedes

sobre as desestatizações talvez traduza não apenas uma saudação ideológica às privatizações, mas também uma preocupação pragmática em acalmar o mercado diante de um cenário onde as entregas daquilo que se prometeu podem não acontecer com a desenvoltura esperada.

Uma vez mais, no governo Bolsonaro há que se observar com atenção a distância entre “as palavras e as coisas”, não porque tais impasses possam bloquear a agenda das privatizações, mas porque as dificuldades podem abrir flancos de resistência política, jurídica e operacional para que as forças que defendem o Estado brasileiro possam ganhar algum tempo na recomposição de seus mecanismos de resistência em favor dos bens públicos do país.

A despeito dessas tensões e contradições, no entanto, as privatizações e desnacionalizações avançaram de maneira significativa em setores e empresas com importância estratégica, macroeconômica e setorial para o país. Vejamos alguns casos selecionados.

### 3. Os desinvestimentos da Petrobras

Em décadas passadas a Petrobras esteve no centro do projeto de desenvolvimento do país. A petrolífera estatal brasileira teve papel decisivo, por exemplo, no crescimento econômico e na recuperação da crise iniciada em 2008. Seu plano de investimentos foi decisivo para os projetos do PAC. Sua política de conteúdo nacional foi fundamental para a reativação da indústria naval. Sua política de compras públicas foi essencial para a expansão da engenharia pesada. Sua política de pesquisa e desenvolvimento foi essencial para a descoberta do pré-sal, que permitiu a criação de um fundo social para a educação, a ciência e a saúde. Sua força de trabalho crescia, motivada pelo papel de âncora de desenvolvimento do país e de crescimento nacional e internacional da empresa, que se tornava

uma das mais importantes do mundo.

A descoberta do pré-sal garantiu soberania e segurança energética ao país e foi resultado de (i) uma visão geopolítica que tratou os recursos naturais como bens estratégicos, (ii) uma visão macroeconômica que colocou a cadeia produtiva de óleo e gás no centro de um projeto de desenvolvimento econômico, industrial e tecnológico, (iii) de uma visão microeconômica que tratou a Petrobras como empresa integrada, investidora e indutora.

**Os governos Temer e Bolsonaro desfiaram o arranjo econômico-institucional exitoso que possibilitou a descoberta do pré-sal. O petróleo voltou a ser tratado como mera *commodity*, a estrutura industrial-produtiva já frágil se mostra ainda mais combatida, a Petrobras vai sendo desmontada, desestatizada e desnacionalizada. A atual política energética e petrolífera brasileira minimiza os ganhos do país e da Petrobras e maximiza os ganhos de petrolíferas estrangeiras.**

A Petrobras já foi uma grande empresa integrada de energia atuando internacionalmente. Atualmente, caminha para ser uma média empresa enxuta de exploração e produção do pré-sal apenas na costa do eixo RJ-SP. A petrolífera brasileira vive dos ganhos das descobertas feitas no pré-sal, e não realizou mais nenhuma grande descoberta significativa de óleo. Se não fossem os Contratos da Cessão Onerosa de 2010, que resultaram nos campos de Búzios, Atapu e Sépia, a produção da empresa estaria em profundo declínio. As reservas provadas, que já estiveram em 12.883 MMboe em 2010, caíram para 8.815 MMboe em 2020.

Desde o golpe, a Petrobras está sendo desmontada como empresa integrada de energia. Com isso, a renda petroleira do Brasil vai sendo transferida:

i) do Estado para o mercado, por meio

das desestatizações do Sistema Petrobras e o fim da obrigatoriedade de atuar como operadora única do pré-sal;

ii) do nacional para o internacional, com as desonerações fiscais para grandes petrolíferas e o fim da cessão onerosa;

iii) do público para o privado, com a abertura para múltiplos operadores e repasses de reajustes de preços instáveis e abusivos dos combustíveis;

iv) da produção para o rentismo, com a queda de investimentos, do conteúdo local e a antecipação de pagamento para litígios de acionistas de fora;

v) do longo-prazo para o curto-prazo, com leilões de óleo e gás em ritmo acelerado e os óbices ao fundo social do petróleo.

Este processo está ancorado no plano de desinvestimentos da petrolífera brasileira. Até 2021, foram vendidos ativos nos seguintes segmentos: gás e logística (Gaspetro, NTS e TAG), distribuição (BR e Liquigás), renováveis (PBio, BSBios, Guarani, Eólicas de Mangue Seco 1, 2, 3 e 4), termelétricas (térmicas Rômulo Almeida e Celso Furtado, Bahia 1, Arembepe e Muricy), petroquímica (Suape e Braskem), fertilizantes (Fafen-BA, Fafen-SE, Araucária Nitrogenados e UFN-III), além de campos de terra e águas rasas na área de exploração e produção. Campos maduros na Bacia de Campos estão também sendo privatizados.

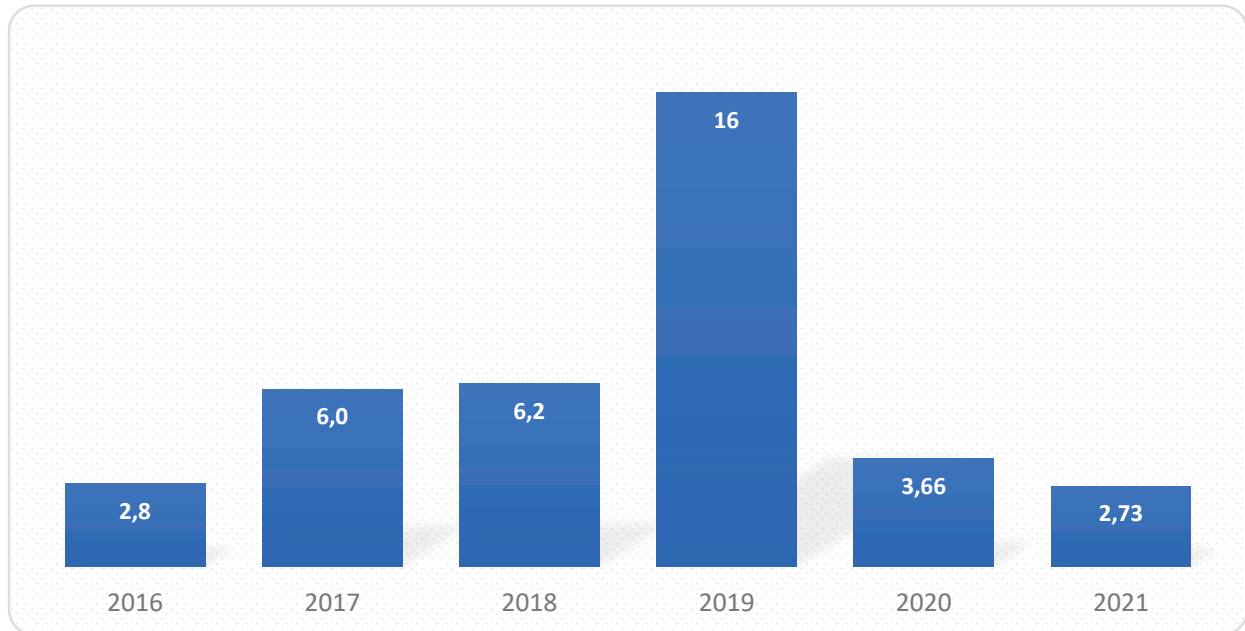
Desde 2015, a Petrobras colocou, ao todo, 378 ativos em desinvestimento, 55% desses ativos já tiveram a privatização concluída, o valor total arrecadado pela Petrobras com a venda de ativos é estimado em R\$ 140,1 bilhões, a Bahia é o estado que concentra mais ativos à venda (31% do total), o *upstream* é o segmento com mais ativos em desinvestimento (86%). Além do Brasil, Reino Unido, França e Noruega são os países que concentram as principais empresas compradoras dos ativos da Petrobras.



Na comparação entre governos, Bolsonaro é o governo que mais vendeu ativos da

Petrobras, além de ser o período que mais colocou ativos da companhia à venda

**Gráfico 1: Trajetória do Plano de Desinvestimentos Petrobras, em US\$ bilhões (2016-2021)**



Fonte: Relatórios anuais Petrobras FORM 20F. Elaboração própria.

### **Box 1: Privatização da RLAM - perda histórica e patrimonial**

A Petrobras finalizou a venda da Refinaria Landulpho Alves e de seus ativos logísticos associados. A privatização da RLAM (BA) marca uma perda histórica e patrimonial. Histórica, pois essa foi a primeira refinaria nacional de petróleo, criada ainda na década de 1950 e impulsionada pelo sonho da soberania energética. Patrimonial, pois estima-se que a operação de US\$ 1,65 bilhão subvalorizou a refinaria em pelo menos -35% de seu valor efetivo.

Atualmente, a RLAM responde por 14% da capacidade total de refino de petróleo do Brasil, inclui quatro terminais de armazenamento e 669 km de malha dutoviária.

Contraditoriamente, sob o argumento de que as empresas estatais são ineficientes a RLAM foi vendida para um fundo soberano estatal dos Emirados Árabes, o Mubadala Capital. Equivocadamente, sob o argumento de defesa da concorrência, a venda da RLAM pode abrir espaço para a criação de monopólios internacionais na região. Esta é apenas a primeira das oito refinarias que a Petrobras pretende vender nos próximos anos, reduzindo pela metade a capacidade de refino da petrolífera brasileira e do país.

Para levar à cabo essa política de desmonte, a Petrobras tem deixado suas refinarias operando deliberadamente com capacidade ociosa e com carga de processamento, em média, de 77%. Além disso, o mercado brasileiro tem sido aberto para importadores, cuja participação no mercado cresceu cerca de 35% nos últimos anos. Com essa política, o Brasil exporta óleo cru e importa derivados, de maior valor adicionado.

**Esta estratégia está associada à política de Preço de Paridade Internacional (PPI), que reajusta diesel, gasolina e gás com base no preço internacional do petróleo e na cotação do dólar. Na prática, quando o preço do petróleo aumenta, as elevações são repassadas até chegarem ao consumidor; mas quando o preço do petróleo diminui, as reduções são represadas pelos ganhos dos importadores e pelas margens de lucro de um mercado de distribuição oligopolizado nacionalmente e de um mercado de revenda cartelizado regional e localmente.**

O resultado desta política de preços são combustíveis e fretes mais caros, com piora na qualidade de vida das famílias e dos trabalhadores. As greves e ameaças de greves de caminhoneiros e petroleiros, as paralisações e reivindicações de trabalhadores de aplicativos, bem como a carestia do botijão de gás e dos alimentos, guardam relação com essa desastrosa política de preços.

O ônus desse processo recai sobre os consumidores. Só em 2021, a gasolina acumula aumento de mais de 34% e o diesel, de mais de 27%. O preço médio do gás ultrapassou a casa dos R\$ 70,00. Quem paga a conta são os trabalhadores. Entre 2015 e 2019, o efetivo da companhia caiu de 56.847 trabalhadores para 46.416 trabalhadores. Quem paga a conta é o meio-ambiente, devido ao aumento na quantidade de vazamentos de óleos e derivados. Em 2018, vazaram 18,47m<sup>3</sup> de óleos e derivados, em 2019 essa quantidade subiu para

415,34 m<sup>3</sup>, em 17 ocorrências, sobretudo em áreas offshore. Quem paga a conta é a ciência, com a redução dos investimentos em PD&I. Segundo a Energy Evaluate, a petrolífera brasileira já foi a empresa do setor que mais investiu PD&I. Entre 2014 e 2018, a Petrobras investiu US\$ 9,5 bilhões em PD&I. Em 2019, o investimento foi de US\$ 100 milhões em projetos de descarbonização e US\$ 70 milhões para projetos em energias renováveis. A empresa que já investiu em grandes clusters de articulação empresa-centros de pesquisa-governo hoje aposta em inovações a partir de start-ups. A Petrobras havia articulado redes de pesquisas com centenas de pesquisadores em mais de 70 universidades e centro de pesquisas no Brasil, ampliando as condições de pesquisa básica no país, que poderia contribuir para o desenvolvimento mais amplo, além de resolver as questões tecnológicas específicas do setor de petróleo e gás. Tudo isso está sendo desmontado depois de 2015. Em 2019, não houve projetos aprovados no Programa P&D do setor energia elétrica.

Além disso, a nova regulação para o segmento de gás natural, aprovada nesse ano (Lei nº 14.134/2020), tira a Petrobras do setor, continuando o processo de desmonte do setor, que tinha sua infraestrutura de transporte e logística, além da produção e distribuição, muito dependentes da empresa.

Haverá privatização e saída da Petrobras, que está vendendo toda sua participação nos gasodutos, abrindo suas unidades de processamento de gás, além da proibição às outras produtoras de gás de vender seu produto para a Petrobras, que também deixará de participar nas distribuidoras de gás natural. Sem a empresa âncora, os grandes consumidores esperam obter melhores resultados, aproveitando-se dos investimentos já realizados. Não há, contudo, nenhuma garantia de que serão realizados novos investimentos necessários para a densifi-

cação da malha de gasodutos e ampliação das fontes de suprimento do gás natural.

#### 4. A tentativa de desestatização da Eletrobras

O Brasil passou pelo maior racionamento da história em 2001. Foi um ano seco, mas a falta de investimentos na expansão da oferta de energia elétrica foi o fator determinante. Naquele período, nem a Eletrobras investia, proibida pelo governo porque seria privatizada, nem o setor privado investia, por considerar muito arriscado investir no setor elétrico. A partir de 2006, entretanto, a Eletrobras pode voltar a investir e o marco regulatório do setor foi reformulado, introduzindo leilões para contratação de energia, cujos vencedores recebem contratos de longo prazo, reduzindo o risco e facilitando a obtenção de financiamento.

O novo modelo atraiu investidores privados de empresas nacionais e estrangeiras, permitindo forte expansão no sistema energético. Até 2016, foram contratados 92 mil MW de diversas fontes de energia, com prioridade para as renováveis, embora tenha havido contratação de algumas termelétricas para garantir a segurança do abastecimento. O Brasil voltou a construir pequenas, médias e grandes hidrelétricas e foi viabilizada a contratação das energias eólicas, solar e biomassa. O Brasil não tinha praticamente nenhuma eólica instalada, e graças aos leilões está atualmente entre os sete países com maior capacidade instalada no mundo. Já temos instalados mais de 9 mil MW de usinas solares centralizadas e distribuída, o que supera a capacidade da usina hidrelétrica de Tucuruí, a segunda maior hidrelétrica brasileira.

Houve também um esforço de redução da tarifa de energia elétrica ao se condicionar a prorrogação dos contratos de concessão das hidrelétricas, antigas, com investimentos já amortizados à venda da energia mais barata para o consumidor.

Após o golpe, o planejamento de longo prazo e a parceria entre investimento público e privado, que vinha viabilizando a expansão da oferta, com segurança para consumidores e preservando uma das matrizes energéticas mais limpas do mundo, têm sido colocados em xeque. Os planos de desinvestimento levados à cabo desde o golpe têm especial incidência no setor de energia. Das 31 empresas subsidiárias privatizadas, 21 pertencem ao setor energético, sendo 8 ligadas ao Sistema Petrobras e 13 ligadas ao Sistema Eletrobras. Desde 2016, foram vendidas a Amazonas Distribuidora de Energia (AM), Boa Vista Energia (RR), Eletroacre (AC), Cepisa (PI), Ceal (AL), Ceron (RO) e Celg-D (GO). Foram vendidas ainda as usinas hidrelétricas de São Simão, Jaguará, Miranda, Volta Grande, localizadas em Minas Gerais e Goiás.

O governo Bolsonaro pretende viabilizar ainda a venda da Eletrobras. Trata-se de privatizar a principal responsável pela geração de energia e pelo investimento nesse setor no Brasil, com as subsidiárias Furnas, Chesf, Eletronorte e metade de Itaipu. O parque gerador da Eletrobras compõe-se de 48 usinas hidrelétricas, 12 termelétricas convencionais a óleo, carvão e gás natural, 62 centrais eólicas, uma central fotovoltaica e 2 usinas nucleares. A capacidade instalada desse parque é de 51.143 MW, o que a torna a maior geradora de energia elétrica da América Latina.

Mais de 70% da eletricidade consumida no Brasil vêm de usinas hidrelétricas, e a geração de energia é apenas uma das utilidades dos reservatórios, ao lado do abastecimento de água, da regularização dos rios, da irrigação etc. No mundo, Canadá, Noruega, Suécia, Venezuela e Brasil são os únicos países em que a energia hidráulica é a principal fonte primária para a geração de energia elétrica. Em todos eles, essas empresas são estatais. Se a Eletrobras for privatizada, o Brasil será o único país a vender as suas hidrelétricas. Vale lembrar

que o projeto de privatização da Eletrobrás prevê que a empresa que a adquirir poderá vender a energia das usinas amortizadas pelo preço de mercado, que pode ser duas a três vezes maior do que a vendida atualmente.

A tentativa do governo Bolsonaro de privatizar a Eletrobras é similar a que ocorreu nos anos 1990 e que culminou na crise energética e no apagão de 2001. O atual presidente da empresa afirmou que a Eletrobrás não é eficiente em nenhuma das suas operações. Uma declaração tão forte obviamente não reflete as mudanças positivas da companhia nos últimos anos, mas apenas legitima a “nova velha” estratégia em curso.

**A atual crise, aliado ao alto endividamento da empresa - motivada em grande medida pelo pagamento de juros ao próprio governo federal - e a manutenção das tarifas a patamares relativamente baixos fragilizaram as condições da Eletrobras. Com isso, sua dívida líquida de R\$ 18,3 bilhões supera em mais de oito vezes sua geração de caixa.**

No entanto, o que se observa até o momento é a repetição da estratégia de desmonte como fica claro no Plano Diretor de Negócios e Gestão (2017-2021) apresentado pela empresa. Novamente, o objetivo é fragmentar o sistema de energia e iniciar um amplo processo de privatização. Por isso, a primeira medida tomada a partir do golpe foi justamente acabar com as seis

distribuidoras estaduais, incluindo-as no Programa de Parcerias e Investimentos (PPI). Nesse mesmo compasso, a empresa reduziu em 29% seus investimentos, de R\$ 50,3 bilhões para R\$ 35,8 bilhões.

Além disso, a empresa tem negociado as participações minoritárias da estatal. Atualmente são 178 participações diretas e indiretas em companhias do setor, como nas usinas de Belo Monte, Jirau e Teles Pires. O objetivo da empresa com esses negócios é levantar algo em torno de R\$ 20 bilhões. Ademais, os acionistas da estatal aprovaram a venda de participação (51%) da Celg Distribuição.

A Eletrobrás estabeleceu a privatização, a reestruturação dos negócios e a governança corporativa como prioridades estratégicas. O objetivo é circunscrever as atividades da empresa apenas à geração e transmissão de energia. As distribuidoras foram colocadas à venda e a administração dos fundos setoriais, que movimentam cerca de R\$ 30 bilhões, passou a ser feita, definitivamente, pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), retirando da estatal a função de financiadora setorial.

Mais ainda, a empresa busca enxugar em 25% seu quadro de funcionários e elaborar um plano de incentivo à aposentadoria para reduzir, no médio prazo, ainda mais o seu tamanho. Esse processo tem sido acompanhado também pela venda dos ativos imobiliários da empresa.

## Box 2: Apagão no Amapá

No caso do Amapá, a companhia espanhola Isolux, que operava na região, havia entrado em recuperação judicial em 2016. Depois desse processo, a empresa mudou de nome e passou a atuar como Gemini Energy, sendo a responsável, desde janeiro de 2020, por 85,04% das linhas de transmissão da subestação em que houve o problema com o transformador, enquanto 14,96% ficam a cargo da Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (Sudam).

A apagão chama a atenção do país para as contradições do modelo privatizante, que é constantemente associado por adeptos do neoliberalismo a uma gestão mais eficiente das empresas. No entanto, as privatizações no setor elétrico têm resultado em apagões sistemáticos, como ocorreu no início da década de 2000 e se repete atualmente.

A política de desmanche da Eletrobrás implementada pelo governo Bolsonaro coloca em questão a eficiência de todo o setor de energia elétrica. A atual gestão da Eletrobras decidiu que a estatal não tem mais obrigação em investir e manter o Programa Nacional de Conservação de Energia Elétrica (Procel) e o Programa Nacional de Universalização do Acesso e Uso da Energia Elétrica (Luz para Todos), nem de manter o Centro de Pesquisas de Energia Elétrica (Cepel), o maior centro de pesquisas de energia elétrica da América do Sul.

Criado em 2003 pelo presidente Lula, o programa Luz para Todos atendeu 16,8 milhões de pessoas, que passaram a ter acesso à energia elétrica em regiões até então sem cobertura desse serviço público essencial. Além do acesso à energia, o programa movimentou a economia e gerou quase meio milhão de empregos diretos e indiretos, ao utilizar 7,9 milhões de postes, 1,15 milhão de transformadores e 1,5 milhão de quilômetros de cabos elétricos (o suficiente para 38 voltas ao redor da Terra). Além do impulso ao setor de materiais elétricos, o programa beneficiou também a indústria e o comércio de eletrodomésticos, entre outros.

Tudo isso pode virar pó, pois o texto do novo estatuto da Eletrobras estabelece

que, se a União determinar investimentos em programas de governo, ela deverá ser ressarcida pelos cofres públicos. Além de extinguir o Luz para Todos, esta decisão afronta o artigo 173 da Constituição, que estabelece que os interesses coletivos e sociais são funções primárias de empresas estatais.

O Cepel atua há mais de 45 anos em vários temas estratégicos para o país como energias renováveis, eficiência energética e novas tecnologias, atendendo as empresas Eletrobras e do setor elétrico nacional. O centro trabalha em parceria com universidades, desenvolvendo recursos humanos qualificados em toda cadeia produtiva do setor elétrico.

O Cepel é uma pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos, constituído sob a forma de associação civil. Aproximadamente 80% de seus recursos são provenientes das fundadoras do centro, a Eletrobras e suas quatro controladas, Furnas, Chesf, Eletronorte e Eletrosul, e o restante oriundo de outras empresas associadas e de ensaios laboratoriais, projetos de pesquisa e serviços tecnológicos prestados a agentes do setor elétrico.

O desmonte da Eletrobras visando a privatização da empresa é visto com preocu-

pação pelos pesquisadores do Cepel, pois o Centro é responsável pelo desenvolvimento de softwares que controlam a distribuição de energia em todo o país. Como o Brasil tem um dos maiores sistemas de energia interligado do mundo, é o equilíbrio da distribuição que permite atender todo o território nacional, já que os grandes centros do país ficam, em sua maioria, distantes das principais fontes de geração tanto hidrelétrica quanto eólica.

Outra área importante em que o Cepel atua é a do desenvolvimento com ensaios para a indústria em geral e para o setor elétrico. O Centro faz testes com grandes transformadores de energia, para dar maior confiabilidade às estações de energia e linhas de transmissão, evitando perdas, para que as tarifas sejam menores. Segundo engenheiros da Eletrobras, se um sistema de monitoramento do tipo desenvolvido pelo Cepel estivesse instalado nos transformadores da subestação do Amapá, o apagão de 22 dias poderia ter sido evitado.

Se a privatização já implica riscos ao Cepel, a decisão dos acionistas que desobriga a Eletrobras a investir no Cepel é ainda pior. Isto porque a mudança estatutária terá efeitos imediatos, enquanto o projeto de privatização ao menos prevê quatro anos de investimentos obrigatórios no Centro de Pesquisas após a venda da estatal.

Criado em 1985 pelo governo federal e executado pela Eletrobras, o Procel é voltado para o aumento da eficiência de equipamentos e serviços, para a disseminação de conhecimento sobre o uso eficiente da energia e para a adoção de hábitos de consumo mais conscientes. O “selo Procel” de eficiência, encontrado em eletrodomésticos vendidos no mercado, é a face mais conhecida deste programa que contribui para postergar investimentos no setor elétrico, reduzir emissões de gases de efeito estufa e mitigar impactos ambientais, colaborando para um mundo mais sustentável.

O Procel também está sob ameaça a partir das alterações propostas para o estatuto da Eletrobras. Ao desobrigar a Eletrobras de investir no programa, perdem o setor elétrico, os consumidores e o meio ambiente.

Nos últimos sete anos, os reservatórios das hidrelétricas receberam volume de água inferior à média histórica, configurando a pior crise hidrológica desde 1930. Por esta razão, o Brasil chegou ao final do período de chuvas de 2021 com uma situação crítica em seus reservatórios, em especial na Bacia do Rio Paraná, cujo conjunto de reservatórios responde por cerca de 53% de toda a capacidade de armazenamento do Sistema Interligado Nacional (SIN).

A situação de alerta existia desde o final de 2020, quando foi autorizado despacho de geração termelétrica fora da ordem de mérito e a importação de energia da Argentina e do Uruguai. A situação tornou-se pública, contudo, em junho de 2021, com a divulgação de Nota Técnica pelo Operador Nacional do Sistema – ONS, indicando a possibilidade de *“perda do controle hidráulico de reservatórios da bacia do Rio Paraná no segundo semestre de 2021”*, com risco de falta de energia para atender os subsistemas Sul e Sudeste/Centro-Oeste.

Há várias ações que podem ser adotadas para evitar o déficit de energia até o final de 2021 e seu prolongamento ou piora em 2022. No entanto, todas essas ações têm impacto adverso sobre famílias e empresas: aumento do custo de energia em função do acionamento mais intenso das termelétricas, inviabilização da navegação na hidrovia Paraná-Tietê, redução da água para irrigação e das atividades de piscicultura, remanejamento de horários de consumo por grandes consumidores, entre outras.

Todas essas ações para evitar o racionamento têm custo político no curto prazo e exigirão, até 2022, uma gestão do sistema

cujo sucesso exige atuação integrada e articulada entre órgãos de governo, muitos dos quais estão, nos últimos anos, sob intenso processo de desmonte. **Se a capacidade de gestão de crise demonstrada pelo governo Bolsonaro frente ao COVID-19 for a referência, o Brasil tem risco elevado de vivenciar, em curto prazo, novo racionamento de energia, repetindo a situação de crise de 20 anos atrás.**

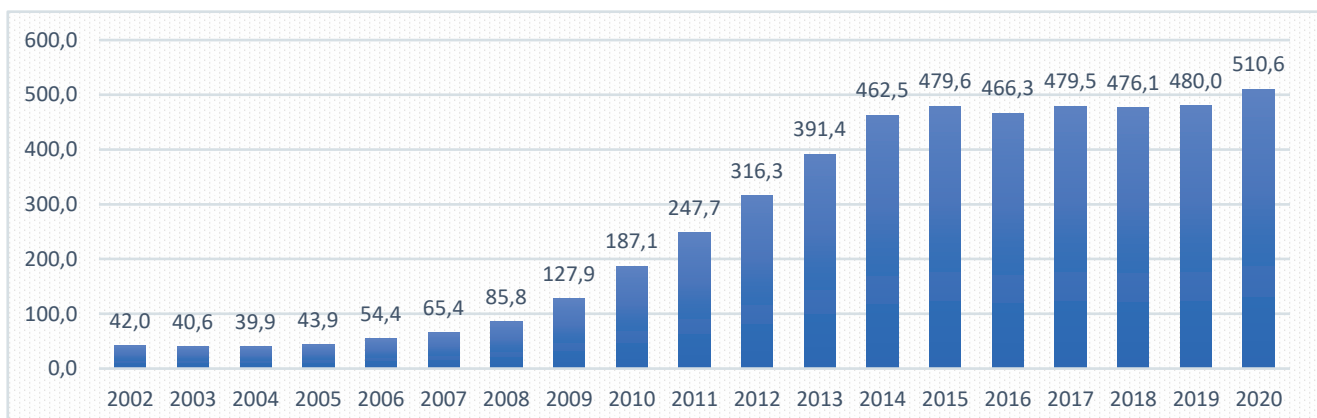
## 5. O encolhimento do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal

Os bancos públicos no Brasil foram historicamente construídos e utilizados como instituições vocacionadas para (i) suprir os gargalos de financiamento de longo-prazo, (ii) apoiar a bancarização das camadas populares, (iii) apoiar a dinamização do ciclo creditício, (iv) atuar como ferramentas de políticas anticíclicas e como (v) dispositivos para o fortalecimento de políticas distributivas. Os bancos públicos serviram, inclusive, para pressionar as instituições financeiras privadas para a redução dos juros e dos spreads bancários em algumas ocasiões. O capital financeiro privado não ficou parado e reagiu, forçando a elevação das taxas de juros ao mesmo tempo em que o capital industrial não respondia aos estímulos devido à natureza financeira de suas receitas, que já compunha uma significativa parcela das mesmas. Essa tendência se intensificou depois do golpe.

Desde então, o Banco do Brasil e a Caixa começaram a praticar juros mais altos, impactando diversas linhas de crédito pessoal e para o setor produtivo. Em 2017 e 2018, entre os cinco maiores bancos do país, o Banco do Brasil teve o maior juro no financiamento de veículos, enquanto a Caixa operou a segunda maior taxa no rotativo do cartão de crédito. Ambos passaram a adotar o discurso de recomposição das receitas e de recuperação da rentabilidade e abriram mão das funções públicas e sociais dos bancos estatais.

O Banco do Brasil anunciou uma reestruturação envolvendo a demissão de cerca de 18 mil funcionários, o fechamento de cerca de 402 agências, a transformação de 379 agências em postos de atendimento, e o encerramento das atividades de 31 superintendências. A Caixa, por seu turno, definiu como meta demitir cerca de 11 mil funcionários com o encerramento das atividades em cerca de 100 agências, além de estar preparando estudos para viabilizar a abertura de capital da empresa. No caso da Caixa, a reorientação pós-golpe se expressa também na estagnação das operações de crédito imobiliário, que se deu pelo esvaziamento do Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e o novo foco de créditos para alta renda. Esse último caso merece atenção.

**Gráfico 2: Evolução da Carteira de Crédito Imobiliário da Caixa \***



Fonte: Balanços da Caixa. \* Em R\$ bilhões de 2020. Deflator utilizado: IPCA médio.

Os números mostram que o MCMV foi o maior programa de habitação da história do Brasil. Foram 4,2 milhões de moradias contratadas até maio de 2016, em 96% dos municípios. Praticamente metade dessas moradias atendeu famílias com renda de até R\$ 1.800, a chamada Faixa 1 do programa, o que só foi possível porque os governos petistas reconheceram que parte expressiva da população não consegue acessar um financiamento nas condições do sistema bancário – e ajustaram o MCMV para resolver este problema.

O golpe de 2016 foi mortal para o MCMV em sua forma original. A Faixa 1, que atendia as famílias mais pobres, foi sendo abandonada. Como resultado, do total de moradias contratadas para as famílias mais vulneráveis entre 2009 e 2020, 91% foram nos governos do PT.

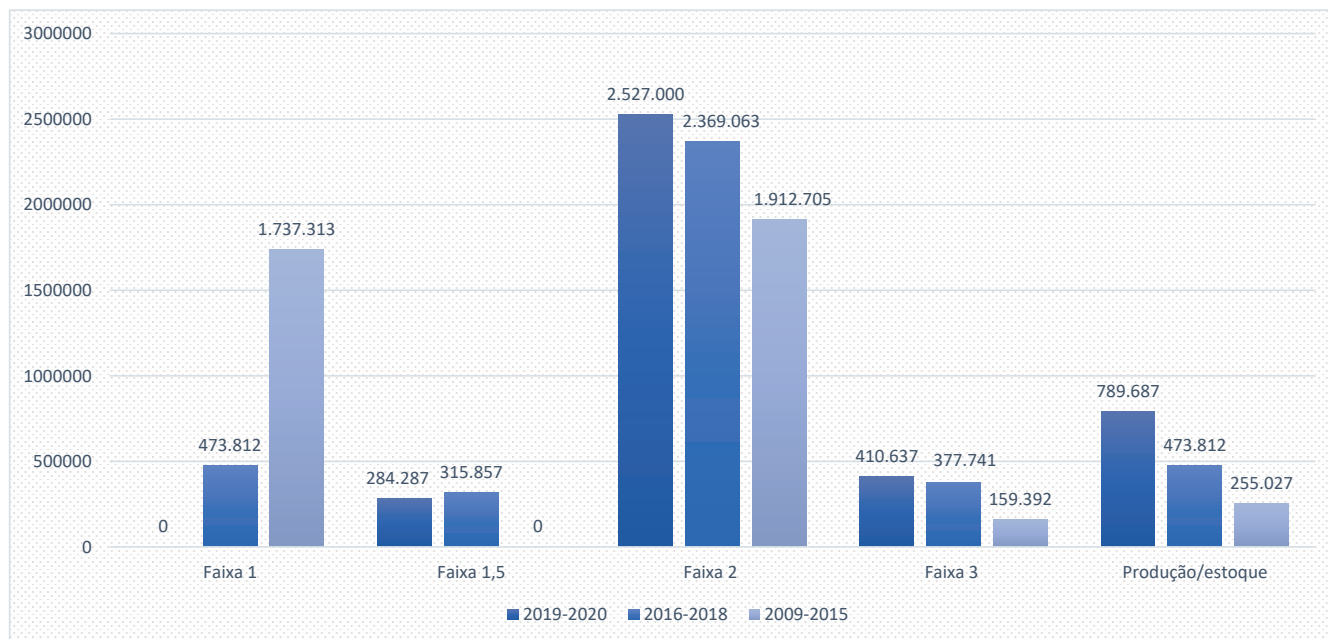
Temer reduziu progressivamente os recursos do Orçamento da União (OGU) des-

tinados ao MCMV. Bolsonaro praticamente zerou as contratações de moradias para o segmento de menor renda. Em 2020, lançou o Casa Verde Amarela que, na prática extingue o MCMV, ao alterar o perfil dos investimentos e passar a operar basicamente com o subsídio do FGTS.

**Na prática, o Programa Casa Verde Amarela é uma nova marca fantasia, utilizada por Bolsonaro para entregar moradias para famílias de baixa renda em empreendimentos habitacionais em sua maioria contratados ainda nos governos anteriores.**

Em 2021, o cenário foi ainda mais regressivo. Os cortes do orçamento de 2021 paralisaram cerca de 250 mil moradias que estavam em execução. Ou seja, nem mesmo concluir o que estava em curso foi possível.

**Gráfico 3: Evolução das Contratações do MCMV por Faixa de Renda**



Fonte: SISHAB – Ministério do Desenvolvimento Regional.



## 6. O esvaziamento do BNDES

Com o BNDES não tem sido diferente, dado o esvaziamento da função precípua do banco no financiamento do desenvolvimento do país. Os desembolsos do banco decresceram vertiginosamente, em termos reais, a partir do golpe. O volume de finan-

ciamento concedido pelo banco, que ultrapassou os R\$ 275 bilhões em 2013, caiu para o patamar de R\$ 101 bilhões em 2016 e nos últimos cinco anos tem sofrido reduções sistemáticas. Em 2020, foram desembolsados somente R\$ 51 bilhões, 30% do último ano do governo Dilma.

**Gráfico 4: Evolução dos Desembolsos do BNDES \***



Desde o golpe, o BNDES tem passado por um acelerado e profundo processo de desmonte. O fim da TJLP, a obrigatoriedade de devolução de recursos ao Tesouro, a venda de participações acionárias do BNDESPar, além da tentativa de retirada do PIS-PASEP como fonte de recursos do banco, são medidas que visam converter o maior banco de investimentos brasileiro em mera agência de privatizações e modelagem de PPPs (parcerias público-privadas).

A extinção da TJLP (taxa de juros de longo-prazo) foi o primeiro passo em direção à tentativa de eliminar todos os mecanismos de crédito direcionado do país. Enquanto a TJLP era fixada em níveis mais baixos pelo governo com base em suas prioridades econômicas, a taxa que a substituiu, a TLP, acompanha automaticamente a rentabili-

dade da NTN-B de cinco anos. Esse título público é indexado à inflação passada (IPCA) e paga, acima disso, uma taxa real de juros fixada pelo mercado.

A nova TLP teve efeitos negativos sobre o financiamento de longo-prazo do BNDES. Introduziu na taxa do BNDES grande volatilidade e um comportamento pró-cíclico. A TLP tende a flutuar muito e a aumentar substancialmente em momentos de crise. Entretanto, o pior efeito da nova taxa tem sido impor um custo de captação extremamente elevado, que simplesmente torna o BNDES o banco de desenvolvimento que empresta às taxas mais altas do mundo.

Com esse nível de juros, o BNDES perde competitividade em todas as suas linhas de atuação. Seus financiamentos deixam de ser atrativos até para projetos de mui-

to longo prazo. O mesmo se aplica para os compradores de máquinas e equipamentos nacionais de elevados níveis de conteúdo nacional – acima de 60% – que se beneficiam dos empréstimos do Finame. A introdução da TLP, portanto, afeta negativamente a estrutura industrial, pois os bens de capital importados têm custo financeiro muito inferior à TLP. Ou seja, o esforço histórico do Banco de estabelecer a paridade de custo do crédito de investimento entre empresas brasileira e as concorrentes estrangeiras ficou comprometido.

Sem a TJLP, o BNDES deixa de poder cumprir o papel que desempenha há mais de seis décadas. Não pode mais ser um mecanismo de proteção dos produtores nacionais de máquinas e equipamentos. Deixa de proteger o investimento produtivo frente à instabilidade macroeconômica, como ocorreu em 2008 e 2009. Perde a capacidade de realizar atuações de fomento e ações anticíclicas.

O FAT também foi comprometido pela TLP como mecanismo de captação de recursos de longo prazo. O ganho de rentabilidade do Fundo, com a mudança, escondeu sua perda de função. O objetivo dos governos Temer e Bolsonaro tem sido utilizar os recursos do FAT para reduzir o déficit público ou iniciar uma desoneração fiscal, reduzindo a alíquota do PIS. Entretanto, como a situação fiscal é dramática, a desoneração prometida não foi efetivada. Diante desse cenário, a substituição da TJLP pela TLP também foi o primeiro passo de um projeto mais amplo que visa a eliminação do crédito direcionado no Brasil.

No primeiro momento, o BNDES e os recursos do FAT tenderam a ficar ociosos, permitindo a aceleração dos pagamentos ao Tesouro Nacional. Ao mesmo tempo, aumentou-se o spread do crédito doméstico, graças ao aumento do poder de mercado dos cinco grandes bancos comerciais, que controlam o acesso aos empréstimos bancários e ao mercado de capitais.

Nesse cenário, o mais provável é a substituição do crédito direcionado pela captação de fontes externas, denominada em moeda estrangeira. Com isso, o país volta à situação anterior a 2004, com o aumento ainda maior da dolarização dos balanços das empresas e, conseqüentemente, tornando-as vulneráveis e criando instabilidade macroeconômica.

A Emenda Constitucional nº 103/2019 reduziu de 40% para 28% o repasse do PIS-PASEP para o BNDES para apoio a projetos que geram emprego e renda no Brasil. Como resultado, o *funding* do banco ficou mais restrito, assim como sua capacidade de fomentar o investimento.

Em 2019, o BNDES recebeu do FAT R\$ 19,4 bilhões e devolveu R\$ 14 bilhões ao governo federal. O banco continuará a pagar ao FAT cerca de R\$ 14 bilhões por ano, o que significa uma baixa disponibilidade de atendimento à demanda por investimento, em especial se ela for crescente.

A atual gestão do BNDES tem acelerado os desinvestimentos da carteira da BNDESPar no meio de uma das maiores crises econômicas da história do país. Os desinvestimentos entre dezembro de 2019 e novembro de 2020 atingiram quase R\$ 44 bilhões, atingindo parte substantiva dos ativos mais rentáveis da carteira do Banco. Quase todos os desinvestimentos foram feitos após o aprofundamento da crise mundial causada pela pandemia do coronavírus.

Diversos investidores privados comemoraram a “liquidação Covid da BNDESPar”. Somente no “maior ‘block trade’ da história, como foi celebrado pelo presidente do BNDES num tuíte em agosto de 2020, o banco alienou 135 milhões de ações ao preço de R\$ 60,26 por ação, resultando numa venda total de R\$ 8,1 bilhões pela BNDESPar. Hoje, essa carteira valeria R\$ 14,1 bilhões, e a BNDESPar ainda deixou de receber R\$ 325 milhões em dividendos. Fazendo a

mesma conta para casos públicos de desinvestimento se chega ao número de R\$ 12,2 bilhões de prejuízo.

Que urgência poderia justificar essa liquidação de ações? A resposta certamente não foi o uso de recursos para combate à crise econômica. A evolução do balanço do BNDES entre o 3º trimestre de 2019 e o 3º trimestre de 2020 mostra que a carteira de crédito do banco encolheu R\$ 10,5 bilhões. A resposta também não vai ser encontrada na aplicação de recursos ao saneamento, cujo investimento sofre para se recuperar. A verdade é que as alienações da carteira de ações tiveram até agora apenas um destino: "*aplicações interfinanceiras de liquidez*". Estas aumentaram de R\$ 57,8 bilhões em setembro de 2019 para R\$ 129,7 bilhões em setembro de 2020 e devem ter atingido valor próximo a R\$ 150 bilhões ao final de 2020.

Pela imposição do Ministério da Economia, sob a gestão de Paulo Guedes, o BNDES devolverá R\$ 62 bilhões ao Tesouro Nacional até dezembro de 2021. Já foram pagos R\$ 38 bilhões. Mais R\$ 54,2 bilhões serão quitados até dezembro de 2022. A decisão foi chancelada pelo Conselho de Administração do BNDES e o dinheiro poderá ser usado pelo governo para reduzir sua dívida.

A dívida remanescente do BNDES com o Tesouro é de R\$ 116,2 bilhões, sendo R\$ 13,5 bilhões de Instrumentos Especiais de Capital Próprio – IECP (híbridos) e R\$ 102,7 bilhões de contratos de mútuos. Nesse valor já estão descontados os R\$38 bilhões referentes à liquidação antecipada efetuada em março de 2021.

## 7. As concessões em infraestrutura, transporte e logística

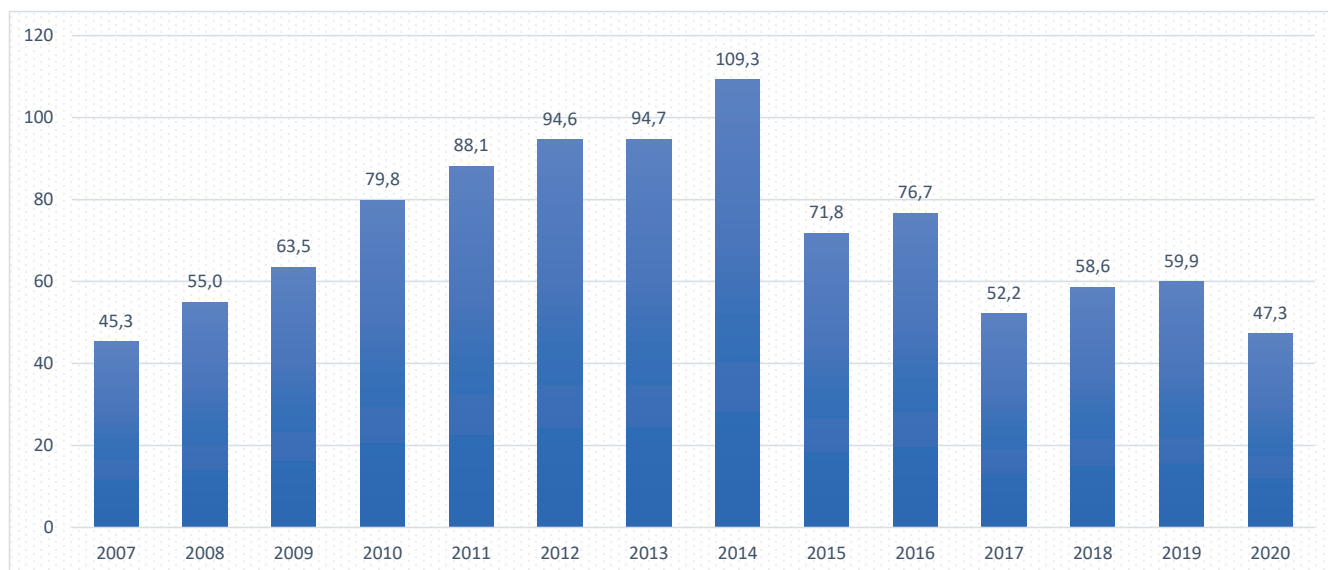
Para ampliar e modernizar a malha logística brasileira os governos anteriores adotaram a estratégia de combinar investimento público e privado. Além de acelerar o processo de melhoria desta estrutura essencial para o desenvolvimento, foi possível impulsionar o crescimento econômico e a ampliação da riqueza e do emprego.

Os governos Temer e Bolsonaro abandonaram esta estratégia, na crença de que apenas o setor privado bastava. Reduziram drasticamente os investimentos públicos e centraram a atuação do Estado na adoção de medidas para rentabilizar negócios privados ao invés de viabilizar uma estratégia de desenvolvimento para o país. Iniciaram a desregulamentação e reorganização dos marcos legais para atender a interesses paroquiais e privados, ao invés de perseguir o objetivo de aumentar a capacidade dos diversos modais de transporte.

O Programa de Aceleração do Crescimento – PAC foi progressivamente abandonado no governo Temer e totalmente eliminado no (des)governo Bolsonaro. A lógica de priorizar investimentos e integrar recursos da União, financiamentos dos bancos públicos e investimentos das estatais, que caracterizava o PAC, deixou de existir nestes governos.

Em decorrência, a partir de 2016, o investimento público mudou de patamar, chegando, em 2020, a apenas 40% do realizado em 2014.

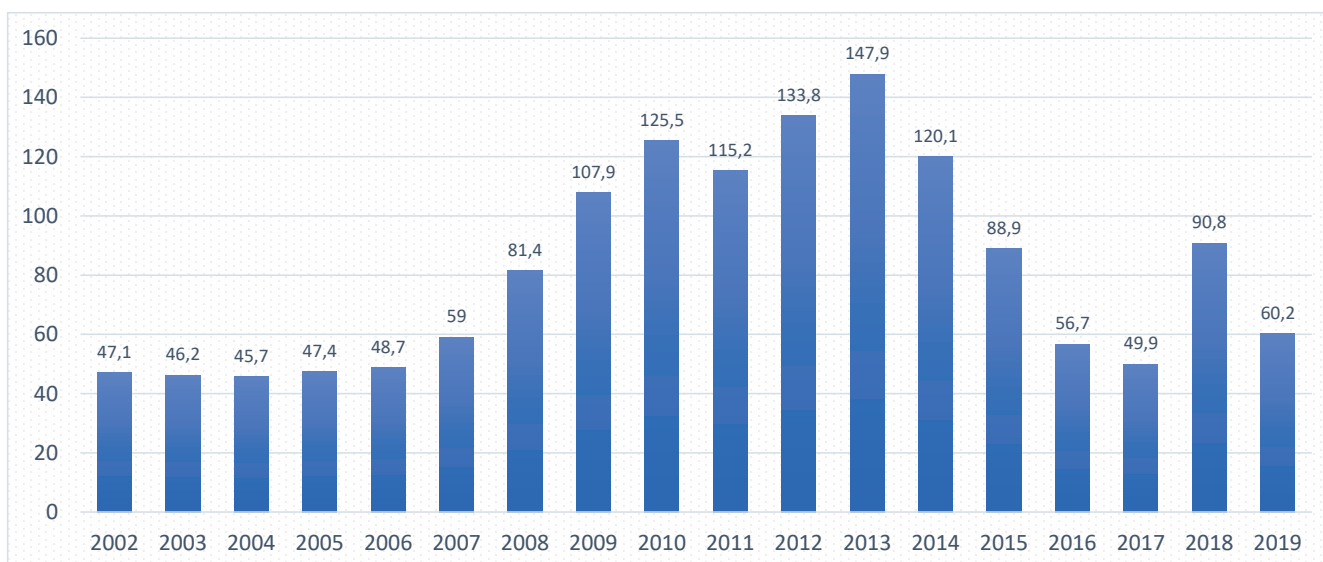
## Gráfico 5: Investimentos do Governo Federal - OGU\*



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional/Ministério da Economia. \* Em R\$ bilhões de 2020. Deflator utilizado: IPCA.

As empresas públicas federais, que foram poderosos vetores de dinamização do aumento da infraestrutura, especialmente na área de energia, reduziram seus investimentos a menos da metade do pico alcançado em 2013.

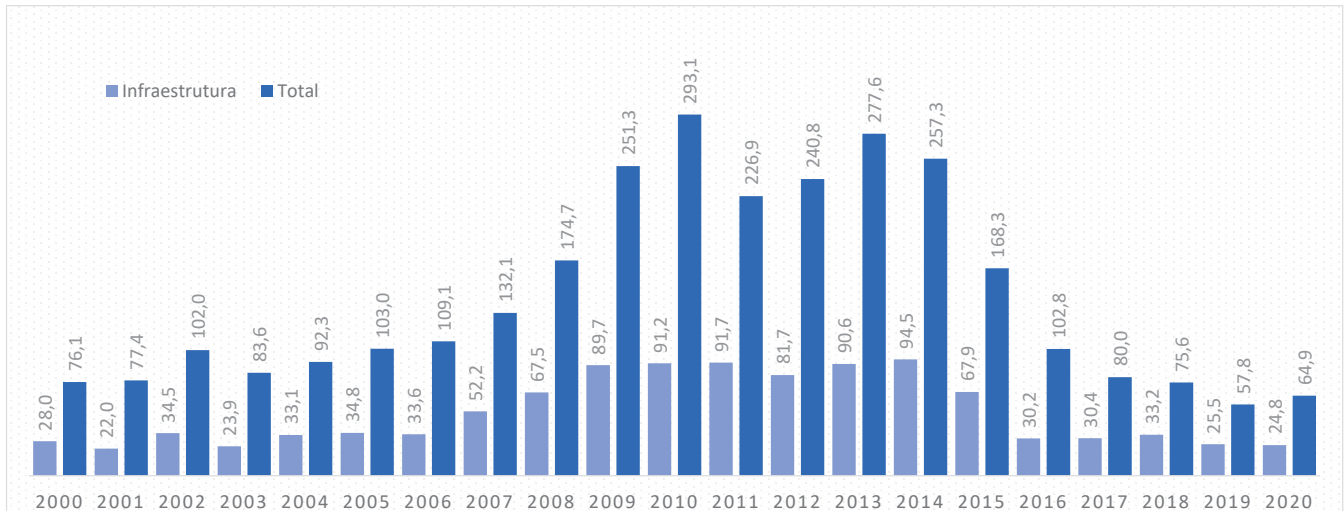
## Gráfico 6: Investimentos das Empresas Estatais \*



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional/Ministério da Economia.  
\* Em R\$ bilhões de 2020. Deflator utilizado: IPCA.

Os desembolsos do BNDES, banco público fundamental no financiamento ao investimento, especialmente na infraestrutura, despencaram nos últimos seis anos. Em 2020, os desembolsos totais correspondem a cerca de um quinto do alcançado em 2010, ano da melhor marca.

## Gráfico 7: Evolução dos Desembolsos do BNDES - Total e Infraestrutura \*



Fonte: BNDES.

\* Em R\$ bilhões de 2020. Deflator utilizado: IPCA.

O abandono do investimento público como indutor do crescimento resultou em reduzidas entregas de obras pelos governos Temer e Bolsonaro. As poucas obras entregues correspondem àquelas adiantadas no período do PAC ou trechos insignificantes de obras que já estavam em andamento.

A título de exemplo, nos dois primeiros anos da gestão Bolsonaro, foram investidos em média R\$ 8,2 bilhões de recursos do OGU na função transporte. No período 2010-2014, aquela gestão investiu, em média, R\$ 20 bilhões, mais do que o dobro.

A aposta dos governos Temer e Bolsonaro é que a iniciativa privada conduziria o investimento em infraestrutura logística. Entretanto, mesmo sendo prioritário, no setor de rodovias por exemplo, o governo Temer licitou apenas um trecho e Bolsonaro três, enquanto Dilma e Lula licitaram, cada um, 8 trechos.

Além disso, boa parte dos projetos incluídos na atual carteira de Bolsonaro estavam sendo preparados há vários anos. Este é o caso da licitação da ferrovia Norte-Sul, no trecho Porto Nacional (TO) até Estrela D'Oeste (SP), leiloada em no 1º semes-

tre de 2019, cujo obra estava praticamente concluída e o governo atual apenas licitou a concessão. O mesmo ocorreu com a concessão do trecho I da FIOCRUZ, cuja obra estava com 75% concluída deste 2016.

As renovações antecipadas de concessões ferroviárias existentes foram outro artifício do governo Bolsonaro para tentar estimular o investimento. Porém, com uma diferença fundamental frente ao proposto pelo governo anterior: **os princípios do governo Bolsonaro sempre foram a maior geração de caixa com pagamento de outorgas, em vez de investimento no aumento da capacidade.** As renovações deixaram de prever condicionantes para garantir direitos dos usuários, desconsideraram as possibilidades de intervir no desenvolvimento local e não previram investimentos significativos no curto prazo.

Além disso, como os investimentos previstos nas concessões começam de fato a ser realizados a partir de um a dois anos, no mínimo, após a realização do leilão, e ocorrem ao longo dos contratos, com duração média de 25 anos, esses leilões não resultarão em novas inversões neste governo. O investimento privado que está ocorrendo e

ocorrerá até 2022 está associado às concessões do período anterior.

**A linha dogmática ultraliberal caracteriza as revisões dos marcos legais em vários setores, mas com resultados pífios quanto ao estímulo ao investimento.**

Embora tenha proposto revisões setoriais, o governo resiste em promover uma revisão da Lei Geral de Concessões. Ao invés da discussão mais abrangente, o governo tem optado, com o PL 2.646/2020, pela revisão apenas da parte que estimula os investimentos privados por meio de debêntures.

No caso dos portos, o modelo de concessão da autoridade portuária (CODESA, CODESP e outros portos públicos) é exemplo da insegurança gerada, que poderá criar uma instabilidade regulatória dos contratos de arrendamentos vigentes e a serem incorporados pelo futuro arrendatário e não assegura o emprego dos funcionários das empresas estatais que terão seu controle acionário vendido ao setor privado, com possibilidades reais de desemprego em massa.

Outra alteração realizada pela Lei 14.047/2020 é a de permitir que arrendamentos sem competitividade no mercado possam ser dispensados de licitação.

No caso da cabotagem, por seu turno, O PL 4.199/2020, difundido como a BR do Mar (ou BR do Mal), aprovado na Câmara e em debate no Senado, favorece as grandes empresas já instaladas. Essas empresas terão a vantagem de poder afretar no exterior, a um custo menor, um quantitativo não permitido às entrantes. Essa vantagem se soma à decorrente da maior escala que possuem, o que pode resultar em aumento da concentração do mercado.

Outro efeito nefasto será a eliminação da fabricação de novas embarcações produzidas nos estaleiros nacionais, o que afetará ainda mais os empregos na indústria naval.

No que diz respeito às ferrovias, na ilusão de que apenas o setor privado faz investimentos estruturantes, há um grande risco de o governo Bolsonaro aproveitar a tramitação no Senado do PLS 261/2018 para acabar com o modelo de concessões ferroviárias (ferrovias públicas concedidas ao privado para operação) e criar o modelo de autorização, com isso perdendo patrimônio público e capacidade de regulação. As ferrovias autorizadas serão propriedade privada, sem prazo de vigência e com autorregulação.

No setor aéreo, o governo federal tem atuado de forma bastante limitada para estimular o investimento. Além de algumas ações regulatórias de rotina, a principal medida do setor foi a edição do programa Voo fácil, que apenas desregulamenta a aviação geral, incluindo a possibilidade de venda de assentos individuais para empresas de taxi aéreo. Para a aviação comercial, as medidas que poderiam impactar o investimento no setor são secundárias, resumindo-se ao reequilíbrio dos contratos de concessão dos aeroportos, postergando investimentos e reduzindo tarifas.

Além disso, o Executivo editou normas regulando a cobrança de bagagens e possibilitando a desnacionalização da propriedade das empresas aéreas.

No setor de concessões rodoviárias, pela primeira vez, o governo federal adotou o critério de maior valor da outorga para definir o vencedor da concorrência. Este critério não havia sido adotado nem nas concessões do governo FHC.

Com isso, os possíveis ganhos no processo de leilão e disputa entre as empresas deixarão de se refletir em menores tarifas para os usuários. Além disso, os recursos de outorga estão sendo destinados à redução da dívida e não a novos investimentos em infraestrutura.

## 8. Privatização do saneamento básico

No passado recente, o saneamento básico, infraestrutura com baixa cobertura na maior parte dos municípios brasileiros, foi priorizado pela combinação de duas iniciativas – a aprovação de um marco regulatório para o setor, orientado para a universalização do serviço, e a retomada do financiamento para as empresas públicas, principais operadores do saneamento no Brasil.

O golpe minou as bases destas duas iniciativas. Em relação aos investimentos, que haviam ultrapassado R\$ 200 bilhões no período 2003 a 2015, houve corte brusco. A partir de 2016, os recursos do OGU para a área caíram a pouco mais da metade do executado em 2015 e a menos de 20% do executado em 2013, ano com maior investimento. Devido à restrição orçamentária imposta desde Temer, não houve novas seleções de projetos,

A sanção da Lei nº 14.026, em 2020, promoverá a grande ruptura na área de saneamento. Nascida da MP 868/2018, editada no governo Temer, a nova lei cria as condições para que, independentemente da vontade do titular dos serviços e dos prestadores estatais, a presença do setor privado no saneamento seja praticamente obrigatória. Autoriza, portanto, a privatização do setor.

As modificações trazidas pela Lei nº 14.026/2020 causam grande desequilíbrio nos contratos existentes, ao tornarem obrigatória a licitação dos serviços quando estes não sejam prestados diretamente pelo titular. Ademais, esvaziam as atribuições do poder de decisão, principalmente do titular dos serviços. Por estas razões, há três Ações Diretas de Inconstitucionalidade contra a lei, que acabou criando um ambiente de instabilidade jurídica para o setor, que inibirá ainda mais novos investimentos.

## 9. Considerações Finais

Considerando esse ambiente histórico e institucional, toda tentativa excessivamente célere de enxugamento do arranjo que propiciou nosso desenvolvimento por meio de desestatizações carrega junto consigo riscos de desorganização do funcionamento do mercado e da própria sociedade.

Um exemplo recente chama a atenção: o desmonte da Petrobras, como empresa integrada, com o objetivo de abrir o mercado para *players* e *traders* internacionais, trouxe consigo uma política de preços norteada pelo mercado financeiro, que impôs a imprevisibilidade sobre os valores da gasolina, do diesel e do gás de cozinha; além disso, uma política de refino orientada para a importação de derivados que impôs a imprevisibilidade sobre os valores do frete, da logística e do transporte de cargas em geral.

O resultado: instabilidade social e aprofundamento da recessão econômica. Outras palavras, **a desestatização está longe de vir, automaticamente ou naturalmente, acompanhada de menores preços ou mais eficiência na oferta de produtos e serviços. Aliás, é exatamente por esse conjunto de motivos que, passada a onda de privatizações que marcou a década de 1990, mais recentemente o que se tem observado no mundo, tanto em economias desenvolvidas quanto em países em desenvolvimento é a reabertura do debate sobre a importância da estatização ou da reestatização em setores estratégicos para a estrutura produtiva e para a estrutura social.** Vejamos.

Tanto na Europa quanto na América Latina se tem observado mais recentemente um movimento de enfrentamento contra as lacunas deixadas pelos processos de privatização das empresas estatais levado à cabo ao longo, sobretudo, da década de 1990.

Na Inglaterra, pioneira nas desestatizações e nas parcerias público-privadas (PPPs), se iniciou em 2018 um processo de reestatização dos serviços penitenciário e ferroviário, com a retomada do controle estatal sobre a penitenciária de Birmingham e sobre a companhia ferroviária East Coast Main Line. Do mesmo modo o país experimenta o encolhimento do número de PPPs, já que entre 2006 e 2016 foram realizadas cerca de cinquenta PPPs, mas em 2017 apenas uma PPP foi viabilizada. No Parlamento britânico se debatem hoje projetos de lei pedindo a *nacionalização* das principais empresas ferroviárias, de água, de eletricidade e de gás.

Na França, o estaleiro STX France foi estatizado a fim de evitar sua compra pelo grupo italiano Fincantieri, um movimento análogo ocorre no setor de saneamento e águas e o país entra em uma onda de *remunicipalização* da oferta desses serviços públicos. Entre 2000 e 2017 o país experimentou 104 casos de remunicipalização de atividades ligadas à água, o caso torna-se mais expressivo quando se considera o fato de que a França é o país onde se situam as duas maiores empresas de saneamento do mundo, a Suez e a Veolia, ambas em processos de estudo de reestatização.

O mesmo tem ocorrido nos EUA, onde 61 empresas de água e saneamento também foram reincorporadas pelo Estado nos últimos anos. Na Alemanha também há um intenso debate público sobre a necessidade de reestatização dos serviços públicos essenciais. Vale destacar que em todos esses casos a participação do Poder Legislativo e da sociedade civil organizada tem sido levada em consideração.

Na América Latina, a Argentina reestativou seu sistema previdenciário, ao passo que a Bolívia reestatizou o setor de gás natural. A força das empresas estatais dos países centrais também se explicita no fato de que parte dos ativos brasileiros vendi-

dos para estrangeiros, no âmbito do recente Programa de Parcerias e Investimentos do Governo Federal, tem sido adquirido por grandes empresas estatais de outros países.

Como se pode notar, **os processos de retomada das capacidades estatais ocorrem em países com governos das mais diferentes matizes ideológicas. O que tem determinado tais decisões são alguns fatores comuns a todas essas experiências: (i) a prioridade do pagamento de dividendos para os acionistas substitui o investimento na melhoria e na manutenção dos serviços para a população; (ii) o aumento no preço dos produtos e serviços negociados, acompanhado da negligência com relação à ampliação ou universalização do acesso; (iii) a falta de ganhos em eficiência e qualidade, acompanhada da perda de soberania ou autonomia nacional.** Tais questões nos colocam diante de um tema fundamental no tratamento das empresas estatais, sua dupla-natureza: privada-empresarial e pública-estatal.

Como se sabe, as empresas estatais guardam uma dupla-natureza, enquanto entes empresariais precisam assegurar lucratividade e rentabilidade, enquanto entes públicos precisam atender à população. No caso das empresas estatais que se organizam sob forma de sociedade de economia mista é sempre complexa a convivência entre os interesses públicos do acionista majoritário, o Estado, e os interesses privados dos acionistas minoritários, no mercado.

No entanto, não deve haver dúvida sobre a prioridade dos interesses do Estado e da sociedade sobre os interesses do mercado e dos acionistas não-controladores, sob pena de se violar a ordem econômica tal como definida pela Constituição.

Nesse sentido, **as empresas estatais no**



**Brasil têm a função pública de defesa da soberania (art. 1), do desenvolvimento nacional (art. 3-II), da redução das desigualdades sociais e regionais (art. 3-III), da busca pelo pleno emprego (art. 170-VIII) e da construção das bases do planejamento (art. 174-I).**

No Brasil, atualmente, temos um total de 144 empresas estatais, entre matrizes e subsidiárias, atuando nos setores de desenvolvimento regional (1), saúde (3), comunicações (3), participações (4), transporte (4), abastecimento (4), seguros (5), pesquisa e planejamento (6), portos (7), indústria de transformação (9), comércio e serviços (14), finanças (18), petróleo, gás e derivados (20) e energia (46).

Os setores bancário e energético são os mais robustos, o Sistema Financeiro Público respondeu por 50% do orçamento das estatais em 2017, o Grupo Petrobras respondeu por 41%, o Grupo Eletrobras por 6% e o restante por 4%, no mesmo período.

Entre 2006 e 2020, as empresas estatais responderam por cerca de 1/3 do investimento produtivo realizado no país, além disso elas foram responsáveis pela manutenção de 504.449 empregos, considerando apenas o quadro de pessoal efetivo. Apenas em 2017, o resultado líquido do conjunto das empresas estatais alcançou

o montante de R\$ 28,4 bilhões. O avanço em pesquisa, desenvolvimento e inovação no Brasil está diretamente ligado às capacidades estatais de empresas como a Petrobras, a Embrapa e a Embraer.

Além disso, vale ressaltar: de acordo com a lei das sociedades anônimas, a constituição de companhia de economia mista depende de prévia autorização legislativa (art. 236), sendo assim, a desconstituição e a desestatização de uma companhia de economia mista com controle estatal deve também ser um processo que envolva a sociedade civil e o parlamento.

**Nesse sentido, os efeitos concretos das privatizações tal como tem acontecido no Brasil atualmente caminham na contramão do que tem ocorrido nas economias centrais e no caminho oposto do que determinam os princípios e os aspectos programáticos da Ordem Econômica promulgada com a Constituição Cidadã de 1988. As empresas estatais são parte do arranjo econômico-institucional que viabilizou o desenvolvimento brasileiro, integram o patrimônio nacional, portanto, devem ser resguardadas com o máximo de lisura a fim de não se perderem os instrumentos necessários para a retomada do crescimento econômico no país.**

## Referências

BAER, Werner e KERSTENETZKY, Issac. As modificações no papel do Estado na economia brasileira. Rio de Janeiro: Revista Pesquisa e Planejamento econômico, ano 6, nº 3, 1973.

BERCOVICI, Gilberto. O poder constituinte do povo no Brasil: um roteiro de pesquisa sobre a crise constituinte. São Paulo, Revista Lua Nova, vol. 88, 2013.

BRASIL. Boletim das Empresas Estatais Federais. Ministério da Economia, Secretaria Especial de Desestatização, Desinvestimento e Mercados, Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais. Vol. 17 (mar.2021). Brasília: Sest/ME, 2021.

BURSZTYN, Marcel. Introdução à crítica da razão desestatizante. São Paulo: Revista do Serviço Público, ano 49, nº 1, 1998.

CARDOSO DE MELLO, João Manuel. O Estado brasileiro e os limites da estatização.

Ensaio de Opinião, Rio de Janeiro, Paz e Terra, n.2-3, 1977.

KLIASS, Paulo e CARDOSO JR. José Celso. Três mitos liberais sobre o Estado brasileiro. São Paulo, Brasil Debate, 2016.

OCTAVIANI, Alessandro e NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

SANTOS, Wanderley Guilherme dos. Mitologias institucionais brasileiras: do Leviatã paralítico ao Estado de natureza. São Paulo, Revista do IEA, n.7, 1993.

# 13

## Democracia Vilipendiada, Privatização e Desmonte de Políticas Públicas sob o Governo Bolsonaro

*Carlos Eduardo Santos Pinho<sup>1</sup>*

*Arnaldo Provasi Lanzara<sup>2</sup>*

### Resumo<sup>3</sup>

No marco da crise global da democracia liberal e das instituições representativas, que evidenciam a irrupção de lideranças autocráticas desarticuladoras de trajetórias de políticas públicas bem-sucedidas, o propósito deste capítulo é analisar as medidas de privatização e desmonte das políticas sob o governo de Jair Bolsonaro, focalizando as áreas de trabalho, previdência, saúde e assistência social. A partir de metodologia qualitativa, a pesquisa mobilizou a literatura nacional/internacional de teoria democrática contemporânea e políticas

públicas. O levantamento e a sistematização de dados e evidências em portais governamentais, jornais de grande circulação nacional e instituições de pesquisa foram realizados para reforçar empiricamente o nosso argumento central. Os resultados mostram que o governo Bolsonaro, além de defenestrar as instituições democráticas, aprofundou uma espiral de cortes, privatizações e desregulamentações, que remontam ao governo de Michel Temer (2016-2018). Bolsonaro investe sistematicamente contra os servidores públicos,

---

1 Professor/Pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (PPGCS-UNISINOS). Sócio do Centro Internacional CELSO FURTADO de Políticas para o Desenvolvimento (The International CELSO FURTADO Center for Development Policies). Pesquisador do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT/PPED), coordenado por Renato Raul Boschi e Ana Celia Castro. Integra a Red de Homólogos sobre Desigualdad y Pobreza de la Asociación de Universidades Confiadas a la Compañía de Jesús en América Latina (AUSJAL) e o Grupo de Pesquisa Interinstitucional "Futuros da Proteção Social", liderado por Sonia Fleury e posicionado no Centro de Estudos Estratégicos da Fundação Oswaldo Cruz (CEE-FIOCRUZ). E-mail: [cpinho19@unisinobr](mailto:cpinho19@unisinobr)

2 Professor de Ciência Política e Administração Pública da Universidade Federal Fluminense (UFF). Coordenador do Mestrado Profissional em Administração Pública (PROFIAP-UFF). Pesquisador do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT/PPED) e da Cátedra Democracia do Colégio Brasileiro de Altos Estudos da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Integra o Grupo de Pesquisa Interinstitucional "Futuros da Proteção Social", liderado por Sonia Fleury e posicionado no Centro de Estudos Estratégicos da Fundação Oswaldo Cruz (CEE-FIOCRUZ). E-mail: [arnaldolanzara@id.uff.br](mailto:arnaldolanzara@id.uff.br)

3 Agradecemos imensamente a José Celso Pereira Cardoso Jr. (IPEA) pela leitura acurada, bem como pelas críticas, comentários e sugestões que contribuiram para o aprimoramento desta reflexão. Eventuais falhas e lacunas no texto são de nossa inteira responsabilidade.

corroendo a capacidade administrativa do Estado brasileiro, obstaculizando a articulação federativa e a participação social no processo decisório de implementação e monitoramento de políticas. O desfinanciamento, as medidas de privatização, a dissolução de trajetórias de políticas exitosas e a supressão de conselhos de políticas

públicas, evidenciam a necessidade indispensável de, em primeiro lugar, erigir uma ampla coalizão política progressista para salvaguardar a democracia. Em seguida, a fim de reverter o desmonte, construir um projeto nacional diante da devastação instilada pelo celerado bolsonarismo.

## 1. Introdução

Contrariando expectativas otimistas de que haveria um total desalinhamento entre a retórica autoritária do político Jair Bolsonaro, eleito em 28 de outubro de 2018 o 38º presidente do Brasil com 55% dos votos, e sua prática de governo, e passados mais de dois anos de descabimentos administrativos na condução do país, hoje, em meio à trágica pandemia de Covid-19, há suficientes evidências para demonstrar que a verve destrutiva que move o atual mandatário vem cumprindo com zelo uma função programática. Afinal, o que esperar de governantes que elogiam abertamente torturadores? Um total alinhamento entre o discurso e a prática da destruição.

Na verdade, a antipolítica do governo Bolsonaro é a chave de interpretação do atual processo de privatização e destruição das políticas públicas e das instituições da democracia no Brasil. Prova disso é a descoordenação generalizada no âmbito das políticas conduzidas pelo governo federal, que se mostrou trágica no contexto da pandemia. As evidências do descabimento político e administrativo não deixam margem a dúvidas. Basta observar o crescimento do número de mortes causadas pela COVID-19 no país desde o início do surto pandêmico. Até o final de setembro de 2021, o total de mortes registradas no país havia superado a marca de 600 mil – correspondendo ao segundo maior total no mundo, atrás apenas dos EUA. A consumação dessa tragédia no Brasil não foi acidental. O país contava com importantes recursos estratégicos para fazer frente à crise sanitária, que ao serem deliberadamente negligenciados atestaram a intenção destrutiva do atual presidente, manifesta desde o início do seu mandato.

Em março de 2019, em um jantar promovido por uma “internacional” de lideranças conservadoras na embaixada brasileira em Washington, Bolsonaro disse que o Brasil

*“não é um terreno aberto onde nós pretendemos construir coisas para o nosso povo. Nós temos é que desconstruir muita coisa. Desfazer muita coisa. Para depois nós começarmos a fazer”*. Desde então, tornou-se claro que a volúpia destrutiva do presidente e dos seus seguidores ganharia contornos de prática governamental (VALOR ECONÔMICO, 18/03/2019)

No entanto, dar a Bolsonaro os créditos exclusivos de tal façanha é desconsiderar o fato de que ele não estava sozinho nessa empreitada. Bolsonaro é a face mais visível, e um tanto grotesca, da ponta de um iceberg, que lentamente foi emergindo das profundezas da sociedade brasileira após os fatídicos acontecimentos do quadriênio 2013-2016. Deve-se reconhecer, todavia, que a guinada conservadora da política no Brasil é um fenômeno arraigado e que requer ser estudado para além das suas manifestações de superfície, das suas figuras de ocasião. Bolsonaro surge para, à guisa de conclusão, liderar um movimento estruturado por uma coalizão de interesses retrógrados e predatórios que, paradoxalmente, veio à tona num dos momentos em que o país parecia trilhar um caminho de “normalidade”, com funcionamento aparentemente satisfatório da democracia política, crescimento econômico e redistribuição de renda. Mas o fato é que se abriu a caixa de Pandora da suposta normalidade, revelando a natureza frágil da democracia brasileira, particularmente da sua dimensão redistributiva, dando ensejo a uma guinada conservadora sem precedentes na nossa história, ou apenas equiparada ao golpe civil-militar de 1964.

Respaldado por essa coalizão e a partir de uma ação deliberada, pautada na omissão de responsabilidades e atribuições institucionais, o governo Bolsonaro vem promovendo a desconstrução de um legado de décadas de políticas públicas construídas no marco do nosso truncado processo civilizatório; iniciado com as instituições mo-

dernizadoras criadas por Vargas na década de 1930 e que adquiriu contornos democratizantes e promissores com o advento da Constituição Federal de 1988. Distintamente de Juscelino Kubitschek “*que prometeu construir 50 anos em cinco, Bolsonaro destruiu em três anos o que levamos mais de 30 para construir*” (LOTTA, 07/09/2021).

Eis o itinerário do governo Bolsonaro: apagar o passado, obscurecer o presente e sepultar o futuro. Apostando na desinformação como artifício político, o famigerado governo investe na ausência de evidências empíricas para subsidiar políticas públicas, como é o caso do veto à realização do censo demográfico do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) de 2021 por restrições orçamentárias autoimpostas. Tãmanha inação, que também constitui uma opção de política pública, afeta a capacidade estatal de fazer um efetivo diagnóstico das demandas prementes da sociedade brasileira e formular políticas públicas tão caras aos cidadãos mais pobres.

No marco da crise da democracia e das instituições representativas no cenário global, o objetivo deste texto é apresentar o desmonte de políticas públicas no governo de Jair Bolsonaro, que vem promovendo constantes ataques às instituições democráticas como o Congresso Nacional, o Supremo Tribunal Federal (STF) e o Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

Para tanto, o texto está dividido em quatro seções, sendo a primeira esta introdução. A segunda seção faz um mapeamento da literatura nacional e internacional sobre a crise da democracia global, das instituições representativas e sua relação com o aprofundamento das reformas de mercado no país. A terceira seção enfatiza a atuação do governo Bolsonaro no processo de privatização por dentro e desmonte de políticas públicas nas seguintes áreas críticas: assistência social, saúde, previdência e trabalho. Por fim, a quarta seção aponta algumas perspectivas futuras em termos

da construção de uma ampla coalizão de suporte para a reversão do cenário de desmonte do legado institucional de políticas públicas da Constituição Federal de 1988.

## **2. Autoritarismo, Reformas de Mercado e a Desfiguração da Democracia**

A ascensão de Jair Bolsonaro e de sua agenda destruidora da institucionalidade democrática provedora de direitos sociais não pode estar desvinculada de um movimento internacional de crise da democracia representativa liberal. São evidências empíricas desse movimento a irrupção de líderes autoritários na Hungria (Vijtor Orbán), Polônia (Jaroslaw Kaczinsky), Filipinas (Rodrigo Duterte), EUA (Donald Trump), Itália (Matteo Salvini), Índia (Narendra Modi), Turquia (Recep Tayyip Erdogan), bem como a surpreendente vitória do Brexit no Reino Unido.

A pauta de intolerância desses governos é diversa e envolve ódio ao imigrante, ressentimento, deterioração econômica, racismo, conservadorismo, xenofobia, misoginia, perseguição à imprensa, incitação à violência contra seus adversários políticos, limitação das liberdades individuais e aversão a pautas identitárias, sobretudo os movimentos negro e feminista. Cabe apontar o reforço de milícias privadas, segmentos paramilitares e ideologias supremacistas (BROWN, 2019; COUTO, 2021; MOUNK, 2019; SINGER; ARAÚJO; BELINELLI, 2021; PRZEWORSKI, 2020).

Daí resulta a relevância da discussão sobre regimes políticos atrelada ao retrocesso democrático e ao processo de *desdemocratização*. Nesses experimentos, as instituições vêm perdendo o controle sobre o Executivo, que tem o terreno livre para implementar suas políticas, levar a efeito reformas constitucionais e atacar a imprensa. Tais “governantes incidentais” (ABRANCHES, 2020): (1) refutam em palavras e ações as regras do jogo democrá-

tico; (2) rejeitam a legitimidade de opositores; (3) estimulam a prática da violência de seu eleitorado cativo contra os opositores e defensores da democracia; (4) estão dispostos a cercear as liberdades civis de opositores, sobretudo da imprensa.

Segundo a bibliografia nacional e internacional mais recente, a irrupção por meio do voto e da aquiescência às instituições democráticas de lideranças populistas autoritárias converge para o aparelhamento das instituições e, em última instância, para a destruição da própria democracia como regime político. Isto se dá, porém, sem necessariamente realizar uma intervenção militar ou por violação constitucional, como foi o caso das ditaduras latino-americanas nas décadas de 1960 e 1970 (ABRANCHES, 2019, 2020; BROWN, 2019; FRASER, 2019; LEVITSKY e ZIBLATT, 2018; MOUNK, 2019; SINGER; ARAÚJO; BELINELLI, 2021).

O fato é que a partir de uma campanha eleitoral radicalizada, com elevada carga emocional e que conduziu a uma eleição disruptiva, o governo de Jair Bolsonaro estabeleceu um contexto de transição para um novo ciclo político e uma reconfiguração do sistema partidário que adquiriu características singulares (ABRANCHES, 2019). Tal como destaca a recente literatura sobre os “novos populismos” (MÜLLER, 2016; URBINATI, 2020), governos como o de Bolsonaro - autênticos representantes de um movimento de deformação da democracia constitucional (URBINATI, 2020) - querem acabar com as instituições que organizam o dissenso, particularmente com a divisão dos poderes e os partidos políticos, evocando a ideia de uma sociedade sem mediações político-institucionais. Para Nadia Urbinati (2019), a “razão populista” que informa esses novos regimes busca ocupar o espaço do poder constituinte, promovendo uma desfiguração da democracia constitucional (URBINATI, 2019). Sob esses regimes, líder e povo produzem uma identificação imaginária, funcionando tal como um

poder encarnado, que oblitera a natureza despersonalizada do poder político tradicional. Como o populismo é uma “representação de si mesmo”, ele conspira sem cessar para a simplificação do social e, no limite, quer abolir o Estado, a burocracia e a ciência (URBINATI, 2019, p. 46).

Deve-se destacar, todavia, que esse exercício imediatista do poder é o que confere uma natureza diversionista aos novos regimes populistas; e é o que explica sua permanência para além do momento eleitoral (URBINATI, 2019). Por meio da capacidade imagética das novas mídias sociais, tais regimes costumam explorar a desinformação e mobilizar as identidades irreduzíveis e os preconceitos dos seus apoiadores como estratégia de sobrevivência política e tática de governo. E a principal estratégia aqui é fazer deslocar a atenção do público *das políticas* para o que o líder faz. Cabe salientar que o espetáculo escatológico geralmente apresentado pelas lideranças populistas tem um valor de eficácia, pois funciona como palco de distração para invisibilizar questões de relevância pública.

É por isso que governos desse tipo sempre trabalham para o desmantelamento de políticas, particularmente das políticas redistributivas. Tal como no Brasil de Jair Bolsonaro, nos Estados Unidos de Donald Trump também se pretendeu acabar com essas políticas mediante táticas diversionistas que desencadearam um poderoso movimento de forças antirregulatórias e antigoverno (METZGER, 2017; HACKER; PIERSON, 2020; TEITELBAUM, 2020).

Durante a campanha eleitoral de 2016, Trump sinalizou a destruição do “Estado administrativo”, o reforço da política econômica de isenção de impostos para os ricos (que remonta ao governo Ronald Reagan nos anos 1980), cortes de gastos em bem-estar, privatizações e cerceamento da liberdade sindical. Contudo, é preciso ir além das lideranças populistas para compreender o real significado desses regimes

e sua provável recorrência no tempo. Como destacam Hacker e Pierson (2020), o populismo de direita nos EUA, encarnado na figura de Trump, guarda profundas relações com a natureza cada vez mais oligarquizada do sistema político estadunidense - particularmente com o seu sistema bipartidário majoritário - e com o processo político mais amplo. Segundo os autores, o crescimento das desigualdades nos EUA, numa era de intensa polarização ideológica, está levando a direita conservadora do país a um novo realinhamento estratégico, que consiste em conquistar o apoio do eleitorado conservador e extremista, introduzindo novas divisões na sociedade (divisões do tipo amigo-inimigo), e ganhar a lealdade do Partido Republicano para assim vencer as eleições e preservar a natureza plutocrática das decisões de governo; que prevalecem nos EUA desde a virada conservadora do início dos anos 80 (HACKER; PIERSON, 2020).

O fato é que as lideranças populistas não operam num vácuo. E por mais que aparentemente ser representantes do *anti-establishment*, seus atos, e particularmente sua sanha em destruir políticas, geralmente goza do apoio de poderosas coalizões de poder, sobretudo compostas por interesses empresariais e midiáticos, e mesmo por algumas corporações de Estado. A liderança populista convulsiona o sistema político, destrói políticas pregressas e abre caminho para o entrincheiramento de interesses corporativos no Estado. Mas a ascensão dessa liderança também é o resultado da desestabilização dos sistemas políticos provocada pela crescente autonomia e empoderamento de alguns órgãos de Estado vis-à-vis os seus limites constitucionais (HIRSCHL, 2014). Nunca é demais lembrar que o combate à corrupção, motivado por certa visão moral e virtuosa das instituições, deu ensejo para que os órgãos do poder judiciário de diversos países assumissem funções persecutórias con-

tra políticos e arranjos de políticas vistos como endemicamente corruptos (AVRITZER, 2018).

Contrariando visões idílicas sobre o fenômeno da judicialização da política, Ran Hirschl (2014) afirma que mudar a jurisprudência sobre o papel das políticas redistributivas e de inclusão passou a ser o *modus operandi* de alguns sistemas judiciários caracterizados por um forte ativismo, especialmente quando a própria corporação jurídica se viu ameaçada pela entrada de novos atores legitimados pela ordem democrática. Isso explica por que o judiciário de alguns países mudou de postura em face das incertezas do processo democrático; de uma postura de defesa dos direitos para uma de contenção e revogação (HIRSCHL, 2014). No caso dos Estados Unidos, alguns juízes da Suprema Corte passaram a produzir uma nova jurisprudência, de forte conteúdo moralizador e liberticida, para justificar cortes de verbas para as agências governamentais dos setores de proteção social e meio ambiente. Assim, a partir de uma interpretação "originalista" da Constituição, todo e qualquer ato administrativo produzido por essas agências passou a ser considerado um ato suspeito e sem "legitimidade" (METZGER, 2017).

Os novos regimes populistas também compartilham fortes afinidades com uma "razão neoliberal" (BROWN, 2019) e, particularmente, com o decisionismo de caráter autoritário implícito em algumas teorias que consubstanciam o neoliberalismo como um projeto de construção institucional (SLOBODIAN, 2018). A partir da mobilização da teoria política de Hayek para a caracterização do neoliberalismo conservador contemporâneo, Wendy Brown mostra que o recrudescimento das políticas de mercado visa a negação do social e a retração da esfera democrática dos Estados-nacionais, ao mesmo tempo em que fortalecem a tradição, a hierarquia e o ímpeto moralizante.



A autora elenca algumas dimensões do neoliberalismo, quais sejam, política, legal e ética. A primeira abarca a desconstrução e a privatização do Estado de Bem-Estar Social (seguridade social, educação, saúde). A segunda contempla a instrumentalização da liberdade para rejeitar a igualdade e o secularismo, a preocupação com o meio ambiente, a saúde, a segurança, as políticas em defesa dos trabalhadores. Finalmente, verifica-se a contestação da justiça a partir da reafirmação dos valores da tradição (BROWN, 2019).

Nesse contexto, a lógica da “empreendedorização neoliberal” assinala a difusão da ótica da responsabilização individual pelo êxito ou fracasso na esfera do trabalho. Ademais, em face de uma economia de “compartilhamento” por plataformas digitais, a “capitalização humana” engloba uma massa de trabalhadores fragilizados, terceirizados e desprovidos de instâncias protetivas como os sindicatos e estruturas regulatórias atreladas ao Estado. À medida que se efetivam cortes nos investimentos em políticas públicas de infância, saúde, habitação, educação e seguridade social, a família passa a desempenhar o papel de provedora desses bens. Distintamente do pós-Segunda Guerra Mundial, quando vigorou uma sinergia entre capitalismo e democracia, tendo em vista o consenso capital/trabalho, ganhos salariais, aumento do poder de barganha sindical, incremento dos arranjos institucionais de proteção social e regulamentação financeira, o atual cenário aprofunda essa cisão (BROWN, 2019; FRASER, 2019; STREECK, 2019).

Ademais, os canais de diálogo Estado/Sociedade são fechados em proveito da radicalização de políticas de austeridade, como o caso brasileiro sinaliza. Cabe lembrar que a radicalização dessas políticas guarda uma profunda relação com o atual crescimento das desigualdades e com um disseminado sentimento de incredulidade em relação aos resultados redistributivos

das democracias liberais de massa (GLDRON; HALL, 2019; EATWELL; GOODWIN, 2020). É preciso se debruçar sobre as raízes desse fenômeno, pois ele não é passageiro e não está confinado ao tempo de duração dos “regimes populistas”, que apenas se retroalimentam do clímax antipolítico gerado pela atual redução da democracia a uma questão de fiscalidade. Com essa redução, é o Estado democrático que se vê em perigo, coagido a negligenciar, na objetividade das normas fiscais, aspirações e reivindicações legítimas de novos direitos que dão alento ao movimento democrático.

Tal como afirma Przeworski (2020), as crises periódicas que abalam o funcionamento das democracias liberais também decorrem da incapacidade de os regimes democráticos processarem os conflitos políticos, gerando impasses decisórios que podem (ou não) culminar em soluções autoritárias. Infligir custos intoleráveis para os perdedores de uma eleição constitui-se, certamente, num claro sinal de que algo está errado com um sistema político democrático. Contudo, é preciso também admitir que algo vai mal quando se instaura um clima de indiferença junto aos cidadãos de uma democracia, independentemente dos resultados das eleições; quando se instaura um sentimento generalizado de prostração diante da recusa dos partidos incumbentes de contemplar certas expectativas. Paradoxalmente, Przeworski, um autor sempre cético quanto aos avanços e possibilidades da socialdemocracia, aponta justamente a decomposição do compromisso socialdemocrata do pós-Segunda Guerra como uma das principais causas, senão a principal, da recorrência de crises nas democracias europeias em períodos recentes (PRZEWORSKI, 2020).

Cabe ainda destacar que desde a década de 1970, quando se inicia um ataque frontal às instituições do Estado de Bem-Estar, disseminou-se amplamente a ideia de que as reformas econômicas liberalizantes so-

mente lograriam êxito se seu processo decisório fosse insulado das pressões políticas (KRUEGUER, 1974; BUCHANAN, 1980; WILLIANSO, 1994). Com o concurso desse insulamento, os governos proponentes da liberalização econômica deveriam estabelecer “compromissos críveis” com os investidores privados por meio da criação de restrições ao caráter colegiado das decisões e limites à discricionariedade dos governos (NORTH; WEINGAST, 1989; ALESINA; PEROTTI, 1996; ALESINA et al, 2012). Assim, a propalada crise orçamentária gerada pelas “sobrecargas à democracia” deveria ser solucionada por imposições legais para proteger as finanças públicas do suposto assédio do processo democrático.

Bancos centrais independentes, políticas fiscais imunes aos resultados eleitorais, limites constitucionais ao endividamento público seriam, nessa perspectiva, os agentes profiláticos que livrariam as democracias dos seus patógenos oportunistas: os governos fiscalmente irresponsáveis, as burocracias públicas corruptas e maximizadoras do orçamento, os partidos de esquerda, os sindicatos e as políticas redistributivas e cativas de eleitorados clientelistas. Assim, sob as escusas de que as reformas liberalizantes e o ajuste constitucionalizado livrariam as economias dos seus “escleróticos” obstáculos, o que acaba se produzindo é a interdição de qualquer possibilidade de contestação pública das decisões de política econômica.

O fato é que a constitucionalização do ajuste fiscal leva a uma espiral de cortes nas despesas públicas e a mais privatização dos serviços sociais, inclusive daqueles essenciais, reforçando a posição do mercado como principal mecanismo alocador de bens e serviços (CROUCH, 2009; STREECK, 2019). Essa espiral de cortes, por sua vez, vem gerando proporcionalmente uma espiral de frustração de expectativas – uma “espiral do silêncio” (NOELLE-NEUMANN, 1974; PIERSON, 2015)

- cuja consequência maior é a exclusão, o conformismo e o desencantamento dos cidadãos em relação à política e às políticas; terreno fértil para a expansão do diversio-nismo populista. Assim, mercado e populismo vão se locupletando para esterilizar as possibilidades da democracia de alterar as fronteiras da legislação e transformar o Estado.

O recente processo de desmonte de políticas de proteção social no Brasil reforça a ideia de que o compromisso entre o populismo de direita e as reformas liberalizantes é estruturado para desconstruir políticas, reverter expectativas democráticas e enterrar o legado civilizatório da Constituição Federal de 1988. Assim, a partir da mobilização de evidências, a próxima seção analisará o desmonte de políticas constitucionalizadas nas áreas de trabalho, previdência, saúde e assistência social.

### **3. Desdemocratização e Desestruturação de Políticas Públicas no Brasil de Bolsonaro**

Após um ciclo de crescimento econômico com democratização do mercado interno e inclusão social, vigente entre 2004 e 2014, o Brasil experimentou o esgotamento do ciclo de commodities, que evidenciou, além da profunda fragilidade, falta de dinamismo e obsolescência da estrutura industrial, a nossa dependência da economia da China. A profunda recessão de 2014-2016 fez o PIB cair por dois anos consecutivos (2015/2016) e deteriorou a economia real e a política econômica.

É fundamental salientar que a depauperação da economia brasileira e do mercado de trabalho foram potencializadas pelos efeitos nefastos da Operação Lava Jato, como mostram diversos estudos de economistas, historiadores e cientistas políticos. As consequências foram a completa desagregação do setor de construção civil, intensivo em mão de obra, das cadeias produtivas de petróleo e gás, e os investi-

mentos em infraestrutura (BOSCHI e PINHO, 2019ab; PINHO, 2019, 2021a; PINHO; FLEURY; LANZARA, 2020).

A ex-presidente Dilma Rousseff, em 2015, pressionada pelas “comunidades epistêmicas da austeridade fiscal” (PINHO, 2021a), como a grande imprensa corporativa, a mídia oligopolista, o empresariado industrial, a bancada parlamentar liberal-conservadora, o capital financeiro e os economistas ortodoxos, demitiu Guido Mantega e colocou o economista Joaquim Levy no Ministério da Fazenda. Seguiu-se um duro ajuste fiscal, com corte de gastos e aumento dos juros, aprofundando ainda mais a recessão, o desemprego e a perda de popularidade da mandatária entre a sua base eleitoral, isto é, o amplo contingente de trabalhadores que ganham até dois salários-mínimos (PINHO, 2019).

Com o argumento de que a agenda reformista encampada no documento “Uma Ponte para o Futuro” (FUNDAÇÃO ULYSSES GUIMARÃES/PMDB, 29/10/2015), levaria à modernização das relações de trabalho, ao aumento da geração de empregos e à retomada do crescimento no contexto de grave recessão (2014-2016), Michel Temer aprovou a reforma trabalhista, assinalando a primazia do negociado sobre o legislado, a terceirização irrestrita, além da Emenda Constitucional n. 95/2016, que impõe drásticos limites aos investimentos em saúde, educação, bem-estar e infraestrutura por um período de 20 anos. Isto convergiu para a blindagem das instituições da economia política dos interesses da democracia, como é o caso da recente autonomia do Banco Central (PINHO, 2019, 2021a).

Seguiu-se um processo de desconstrução sem precedentes da democracia social, ao aumentar o distanciamento entre as reivindicações democráticas por direitos de cidadania/inclusão, por um lado, e os interesses imediatistas do mercado financeiro global, seus investidores e acionistas (FLEURY e PINHO, 2018, 2020; TAVARES e

SILVA, 2020; STREECK, 2019), por outro. A proposta de reforma da previdência (PEC 287/2016) do governo Michel Temer estipulava regras duras de acesso à aposentadoria, na medida em que propunha a redução dos benefícios a patamares insignificantes, aumentava o tempo de contribuição e atacava o Benefício de Prestação Continuada (BPC), afetando severamente idosos, trabalhadores rurais, deficientes. Tudo isto para assegurar o pagamento de juros, encargos e amortizações da dívida pública aos rentistas, além do fato de que o Brasil possui taxas demasiadamente abusivas de juros quando comparadas à Europa e aos EUA (DOWBOR, 2017; FAGNANI, 2019).

O modelo de desenvolvimento nacional que tem inspiração na revolução modernizadora de Getúlio Vargas, nos anos 1930, foi ceifado pela irrupção de uma coalizão liberal-conservadora, que capitaneou o golpe de viés jurídico, midiático e parlamentar de 2016. Para além de combater o legado institucional e a matriz desenvolvimentista, essa poderosa e multifacetada coalizão repudiou as conquistas sociais da Constituição Federal de 1988. São elas: os bancos públicos (Banco do Brasil, BNDES, Caixa Econômica Federal), o Sistema Único de Assistência Social (SUAS), o Sistema Único de Saúde (SUS), a CLT/1943, os sindicatos, a Previdência Social, as universidades federais e institutos de pesquisa, a regulação do meio ambiente, as políticas de segurança alimentar, os fóruns e mecanismos participativos de políticas públicas. Toda essa armadura normativa de políticas públicas, que teve uma contribuição civilizatória na redução da extrema pobreza e das desigualdades, vem sendo destruída com uma rapidez sem precedentes.

Desde sua eleição em 2018, Bolsonaro editou mais de 88 decretos, resoluções, portarias, pareceres, medidas provisórias devotados à desconstrução do Estado, à violação dos direitos constitucionais, liberdades civis e criando mecanismos de ex-

ção. O fato é que pelo menos uma medida nesse sentido foi instituída a cada 11 dias de governo (*O ESTADO DE S. PAULO*, 31/07/2021b). O governo Bolsonaro assina uma guinada para o liberalismo de cunho autoritário, pautado em valores conservadores que ultrajam os direitos de minorias.

A completa ausência de coordenação intergovernamental, as constantes investidas do presidente contra as instituições democráticas (STF, TSE, Congresso Nacional) e os governos subnacionais, a imposição de obstáculos fiscais que não encontram paralelo em outros países do mundo, bem como o esfacelamento da representação política, são as marcas do Brasil recente. Amalgamado a interesses predatórios e simbolizado pela inépcia de gestão da crise sanitária, o atual governo dilacera a capacidade de o Estado brasileiro executar políticas públicas e projetar interesses estratégicos ao desenvolvimento nacional.

Evidencia-se um processo de *desconstrução institucional, desrepublicanização e desdemocratização*, uma vez que se notabiliza um mecanismo de inversão/reversão do Estado republicano e democrático de direito. Tais fatores estão vinculados a (1) refutar cláusulas pétreas da Constituição Federal de 1988, sobretudo no que tange aos direitos individuais e do conjunto da população; (2) contestação e descrédito dos direitos sindicais e trabalhistas globalmente reconhecidos no âmbito da Organização Internacional do Trabalho (OIT) e pela tradição normativa do Direito do Trabalho no Brasil; (3) aversão ao sistema político e à instância parlamentar/partidária como elementos indutores da formulação de políticas públicas (CARDOSO Jr. e SILVA, 2021, p. 206-207).

Para além do desmonte sem precedentes de políticas públicas no Brasil contemporâneo, o governo Bolsonaro leva a efeito o *assédio institucional como método de governo*. Tal mecanismo adquiriu “escala, método e funcionalidade” (CARDOSO Jr.

e SILVA, 2021, p. 210) sem precedentes no atual governo, cujas práticas cotidianas conduzem ao desmonte do Estado brasileiro e da Constituição Federal de 1988. Nesse contexto, destacam-se três aspectos concomitantes e articulados, quais sejam: (1) o viés radical do liberalismo econômico, signatário do desmantelamento institucional de políticas públicas e que acusa, em nome do receituário fiscalista, a administração pública de ineficiente e corporativista; (2) a concepção de política como relação amigo/inimigo, na qual os últimos devem ser derrotados, atacados e, em última instância, suprimidos fisicamente; (3) a desconstrução deliberada e profunda do arcabouço institucional e das organizações públicas através do embaralhamento e a partir de duas características: (3.1) fragmentação, redistribuição e ressignificação de atribuições institucionais; (3.2) gestão e operacionalização das instituições por atores refratários aos seus valores (CARDOSO Jr. & SILVA, 2021, p. 213-214).

Um aspecto relevante a ser explorado é que a desestruturação da armadura institucional de políticas públicas edificadas com a promulgação da Constituição Federal de 1988 é acompanhada do desmonte dos conselhos e canais de interação Estado/sociedade que são cruciais no processo de formulação de políticas. Com o Decreto n. 7.959, de abril de 2019, o governo Bolsonaro promoveu a supressão e desagregação de diversos conselhos de políticas públicas, que viabilizavam a interação socio-estatal e a participação de setores organizados no processo de produção e implementação de políticas públicas. Os conselhos que não foram extintos passaram por um processo de reconfiguração no tocante a suas composições e competências, notabilizando uma atuação defensiva para manter direitos adquiridos diante da volição e do ímpeto destrutivo do presidente (TATAGIBA, 2021).

O fato é que as draconianas reformas de

austeridade fiscal aprofundadas a partir de 2016 não propiciaram o investimento privado, mas sim provocaram fuga de investimentos externos, desvalorização da moeda, aumento dos preços dos alimentos básicos e da cesta básica. Economistas de linhagem heterodoxa como Luiz Fernando de Paula, José Luís Oreiro e Laura Carvalho têm salientado que o desequilíbrio da economia brasileira não está no âmbito da oferta, mas deriva fundamentalmente da incipiente demanda agregada, da queda dos salários, da renda e do investimento público (BOSCHI e LANZARA, 2021).

No Brasil, as reformas liberais recentemente aprovadas vêm disseminando um forte sentimento de desconfiança e de desqualificação das instituições burocráticas junto à população, particularmente das instituições estatais de provisão de serviços sociais. As reformas trabalhista e previdenciária, e a atual proposta de reforma administrativa, são testemunhas de uma verdadeira campanha de difamação de burocracias que desempenharam importantes papéis no sentido de prover um mínimo de bem-estar social. Instituições, legislações e políticas com forte presença e capilaridade na sociedade e asseguradas pela Constituição Federal de 1988, como a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT/1943), a Justiça do Trabalho, a Previdência Social e suas diversas agências: Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e DATAPREV, o Sistema Único de Saúde (SUS), as vinculações constitucionais dos benefícios sociais ao salário mínimo e dos fundos para a manutenção da educação básica (FUNDEB), estão sendo desmanteladas ou esvaziadas pela equipe econômica do atual governo.

A atual proposta de reforma administrativa (PEC 32), em particular, promete acabar com a estabilidade dos servidores e enxugar as carreiras no Executivo. Assim, as novas regras para a contratação de servidores ameaçam minar as bases de recrutamento da burocracia profissional no Brasil, res-

ponsável em grande medida por formular e implementar políticas de desenvolvimento social lastreadas no cumprimento de metas estabelecidas por uma Constituição de nítida feição socialdemocrata.

A seguir serão apresentados os mecanismos de desmonte nas políticas públicas setoriais em áreas selecionadas de trabalho, previdência, saúde e assistência social.

### **3.1. O desmonte da legislação trabalhista**

A crise sanitária agravou a situação do mercado de trabalho brasileiro, ampliando os níveis de informalidade, pobreza e desigualdade. Em 2020, o número de ocupados sofreu redução de oito milhões de trabalhadores, caindo de 94,2 milhões em janeiro de 2020 para 86 milhões em janeiro de 2021. Também se observou nesse período crescimento da taxa de desemprego de 11,2%, em janeiro de 2020, para 14,2%, em janeiro de 2021, elevando o número de desempregados de 11,9 milhões para 14,3 milhões. (DIEESE, 2021).

Entretanto, a presente situação lastimável do mercado de trabalho brasileiro não pode ser exclusivamente atribuída a fatores externos. Vale lembrar que a situação do mercado de trabalho já era dramática antes mesmo da pandemia. No primeiro trimestre de 2020, a taxa de desemprego foi de 12,2%, alcançando aproximadamente 13 milhões de brasileiros; a taxa de informalidade atingiu 41,4% da população ocupada, representando 37 milhões de pessoas e a subocupação alcançou 28 milhões de trabalhadores (DIEESE, 2020). A deterioração das condições de vida dos brasileiros antecede à crise sanitária e remonta às reformas liberalizantes introduzidas pelo governo Michel Temer (2016-2018) e aprofundadas pelo atual governo.

Informados pela velha e conhecida retórica de que os custos trabalhistas oneram a produção, visão compartilhada por grande

parte do empresariado brasileiro, os governos de Michel Temer e Jair Bolsonaro promoveram um verdadeiro desmanche das instituições públicas de regulação do trabalho. Isso se contrapõe significativamente ao arranjo protetivo instituído na Constituição Federal de 1988, assegurando direitos de cidadania como mecanismos de integração para corrigir falhas de mercado. Tal arranjo normativo ampliou a proteção social para os trabalhadores não assalariados do mundo rural em regime de economia familiar, idosos, informais, deficientes em situação de indigência, famílias em contexto de extrema pobreza e formas de não trabalho. O arcabouço redistributivo erigido nas últimas três décadas e o modelo de crescimento ancorado no mercado interno estão fortemente ameaçados, evidenciando uma cisão entre a armadura de proteção social e a política econômica. Esse cenário é agravado pela desindustrialização e a primazia do receituário de austeridade fiscal imposto pelo capitalismo financeiro (JACCOUD, 2019).

A insistência desses governos nas políticas de austeridade e nas medidas de flexibilização do emprego vem contribuindo para agravar o quadro de precarização do trabalho e crescimento da informalidade. E o mais grave é que sem programas públicos abrangentes de recuperação do emprego, a escassez de trabalho qualificado pode se constituir num fator permanente de estagnação da economia brasileira, limitando seus horizontes de inovação e crescimento, especialmente no pós-pandemia. Ademais, o desmonte da legislação trabalhista e as tentativas de remodelagem dos programas públicos de emprego pelo atual governo ameaçam transformar o fenômeno da informalidade num novo padrão de empregabilidade (MACHADO DA SILVA, 2002).

Não é nada fortuito o fato de as reformas liberalizantes promovidas desde 2016 terem se lançado primeiramente contra o

arcabouço de direitos representado pela legislação trabalhista. Em primeiro lugar, o contexto de alto desemprego e informalidade facilitou o discurso demagógico que via na redução dos encargos trabalhistas uma condição para retomada do emprego e inclusão dos informais no mercado de trabalho. Ademais, havia uma expectativa, bastante difundida entre os proponentes do teto de gastos (EC/95), de que os limites ao crescimento das despesas públicas, ao lado do enfraquecimento da Justiça do Trabalho e do poder de negociação dos sindicatos, reduziram na marra as pretensões dos trabalhadores brasileiros, especialmente daqueles incluídos nas relações formais de emprego, de tirarem proveito da legislação trabalhista e das proteções sociais indexadas à valorização do salário-mínimo.

Era necessário, portanto, disciplinar o conflito distributivo no Brasil por meio de coerções legais, a exemplo da EC/95, e de reformas como a trabalhista e a previdenciária, desmontando, primeiramente, os sistemas de proteção adensados por interesses organizados e que, por isso, aparentavam ser mais resistentes à mudança para depois avançar sobre os demais direitos. Tornava-se claro, àquela altura, que a EC/95 de 2016 e a reforma trabalhista de 2017 abririam as portas para a desconstitucionalização dos direitos sociais no país.

Nunca é demais lembrar que a legislação do trabalho no Brasil, apesar de sempre contestada e incipiente, conferiu um mínimo de segurança material e ontológica aos trabalhadores, constituindo um limiar de sensibilidade e sociabilidade social a partir do qual os trabalhadores brasileiros referenciaram o seu repertório de direitos e ação coletiva (CARDOSO, 2010; LANZARA, 2018). A Constituição de 1988 democratizou a herança do trabalhismo varguista e reconfigurou o sistema de proteção social ao ampliar significativamente a cobertura previdenciária e assistencial, com o consequente aumento das transferências, espe-

cialmente daquelas vinculadas ao salário-mínimo.

Também significativas foram as medidas previstas no texto constitucional que, direta e positivamente, afetaram o trabalho, como os programas de intermediação da mão de obra, as bases de constituição do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o seguro-desemprego e o abono salarial (CARDOSO Jr. e JACCOUD, 2005). Vale ressaltar que a retração da desigualdade do rendimento domiciliar no Brasil, verificada entre os anos 2003 e 2014, deve-se aos benefícios sociais vinculados ao salário-mínimo e a um conjunto de intervenções produzidas no período, como a política de valorização do salário-mínimo e a formalização do trabalho publicamente incentivada (KERSTENETZKY, 2017).

Com o golpe jurídico, midiático e parlamentar de 2016, o governo Temer levou a efeito a reforma trabalhista (Lei n.º 13.467, de 13 de julho de 2017), que impôs a primazia do negociado sobre o legislado. Cabe destacar que a referida reforma foi realizada prescindindo de um amplo debate com os trabalhadores. Contemplando as expectativas dos setores empresariais, a nova legislação facilitou a criação de contratos atípicos, como o intermitente; permitiu a redução dos custos de contratação e demissão através da fixação de condições de trabalho inferiores à Consolidação das Leis do Trabalho (CLT/1943); viabilizou o avanço da remuneração variável e o pagamento como não salário; esvaziou as funções normativas da Justiça do Trabalho;<sup>4</sup> e enfraqueceu os sindicatos ao descentralizar

as negociações coletivas e ao retirar-lhes seus mecanismos de financiamento.

Enfim, a reforma trabalhista de 2017 é emblemática de um processo, ainda em curso, de mudança radical do arranjo político-normativo no qual se assentou a regulação do trabalho no Brasil, produzindo efeitos devastadores sobre a economia, a proteção social e a forma de organização da sociedade e das relações capital-trabalho. Ademais, recentes estudos exemplificam que a reforma traiu suas promessas iniciais, aprofundando ainda mais a precarização do trabalho, sem produzir quaisquer efeitos positivos sobre a economia (KREIN, 2020; KREIN et al, 2021).

Além dos nefastos resultados da reforma trabalhista, o avanço destrutivo sobre os direitos dos trabalhadores foi intensificado no governo Bolsonaro. Por meio de apresentação de diversas Medidas Provisórias (MPs) ao Congresso Nacional, o atual governo tentou aprofundar a desregulação e o vilipêndio da legislação laboral para alavancar a confiança dos empresários e a livre iniciativa. O golpe de misericórdia foi desferido no primeiro dia do seu governo, ao editar a MP n. 870, que promoveu a extinção do Ministério do Trabalho<sup>5</sup> e sua subsequente incorporação ao Ministério da Economia.

Por ocasião da desestruturação institucional, as políticas públicas de mercado de trabalho foram desmontadas em virtude da constrição orçamentária, a fiscalização do trabalho foi debilitada, incentivando infrações à legislação laboral. As políticas ativas

4 É importante destacar que a reforma aumentou para os trabalhadores o custo de acesso à Justiça do Trabalho, mesmo quando estes gozem da gratuidade do processo.

5 Por ocasião da minirreforma ministerial, Bolsonaro editou a Medida Provisória (MP) 1.058/2021, promovendo a recriação do Ministério do Trabalho, que havia sido extinto no primeiro dia de seu mandato. A referida MP trata da transferência de competência e órgãos da pasta liderada por Paulo Guedes para o novo Ministério do Trabalho e Previdência. O texto, que modificou a Lei 13.844/2019, estabelece a transferência de pessoal para a recém-criada pasta bem como a transformação de cargos em comissão e funções de confiança. As seguintes políticas setoriais serão de incumbência do Ministério: emprego e renda, previdência, política salarial e fiscalização laboral. Os atos foram publicados no *Diário Oficial da União* de 28/07/2021 (SENADO FEDERAL, 28/07/2021b).

de geração de emprego e renda, de qualificação profissional e de intermediação da mão de obra foram praticamente extintas no governo Bolsonaro (PINHO, 2021b).

Além disso, as instituições reguladoras e fiscalizadoras das relações capital/trabalho como a Justiça do Trabalho foram enfraquecidas. Dissensões entre diferentes correntes do sindicalismo afetaram a sua capacidade de coesão frente à magnitude e gravidade da crise política e econômica que emergiu em 2014. Ademais, instituições sindicais tradicionais, como o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE) foram asfixiadas do ponto de vista do seu financiamento e perderam boa parte de sua *expertise* e memória técnicas, sobretudo os técnicos mais experientes (PINHO, 2021b).

O aprofundamento da flexibilização do trabalho prosseguiu com as tentativas de aprovação das seguintes MPs: i) MP n. 873, de 01/03/2019, que aspirava entrar a ação sindical, vetando o desconto em folha salarial da contribuição sindical, cujo pagamento ocorreria através de boleto bancário; ii) MP n. 905, de 11/11/2019, que pretendia estabelecer a “Carteira de Trabalho Verde e Amarela” por meio da geração de empregos sem direitos trabalhistas e extensa desoneração de obrigações trabalhistas aos empresários; iii) MP n. 927, de 22/03/2020, que ao pretender preservar os empregos durante a crise sanitária facultava ao empresário a suspensão dos contratos de trabalho por um período de quatro meses, sem o pagamento de salários (GUERRA e CAMARGOS, 2021).

Cabe salientar que grande parte dessas MPs foram barradas ou modificadas pelo Congresso Nacional, com a única exceção da MP n. 936, de 1 de abril de 2020, que foi aprovada pelo Congresso e convertida posteriormente na Lei n. 14.020 de 06 de junho de 2020, estabelecendo o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (PEMER), que permitia a redução

da jornada de trabalho e do salário, bem como a suspensão do contrato de trabalho. Além disso, instituía o Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda (BEm), com o intuito de compensar parte da perda de rendimentos que ocorresse nesse período (DIEESE, 2021).

Pressionado pelas empresas e organizações sindicais, o BEm foi a resposta tardia do atual governo ao crescimento do desemprego e deterioração dos rendimentos no contexto da pandemia, concedendo crédito às empresas para o pagamento dos salários com contratos suspensos. O valor do BEm, de prestação mensal e inteiramente custeado com recursos da União, foi calculado aplicando-se o percentual de redução do salário a que o trabalhador teria direito se requeresse o seguro-desemprego (DIEESE, 2021).

Apesar da importância dessas medidas para a preservação dos empregos durante a pandemia, elas não evitaram a perda de renda líquida decorrente da redução dos salários, especialmente para os trabalhadores que ganham pouco mais de dois salários-mínimos e, no espírito da nova legislação trabalhista, privilegiaram as negociações individuais no tocante à redução de jornadas e salários, restringindo ainda mais o alcance dos acordos coletivos.

Em abril de 2021, o governo editou uma nova Medida Provisória (MP n. 1045) que, entre outras coisas, pretendia instituir um novo PEMER e uma nova reforma trabalhista. Passando por diversas alterações, a MP n. 1045 foi aprovada na Câmara dos Deputados, na forma do Projeto de Lei n. 17/2021 (PL 17/2021), mas encontrou várias resistências no Senado Federal, sendo ali rejeitada. O mencionado projeto também apelidado de “minirreforma trabalhista” - o que era um eufemismo pois se tratava de grande alteração na já combalida legislação trabalhista - foi uma tentativa frustrada de ressuscitar a “Carteira de Trabalho Verde e Amarela”; antigo sonho do governo



Bolsonaro de criar um regime de empregabilidade sem direitos no país.

Em linhas gerais, o PL 17/2021 propunha as seguintes mudanças: (1) estabelecia modalidades de trabalho precárias sem direito a férias, 13º salário e Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS); (2) fixava categorias de trabalho sem carteira assinada e desprovida de direitos trabalhistas e previdenciários, na qual o trabalhador receberia uma bolsa e vale transporte; (3) reduzia os pagamentos de horas extras para setores como operadores de telemarketing, bancários e jornalistas; (4) dificultava o acesso à justiça gratuita, não somente no âmbito trabalhista; (5) criava óbices à atuação dos auditores fiscais do trabalho; (6) introduzia programas de qualificação profissional para a juventude e pessoas desempregadas acima de 55 anos, com nítidas características de programas de *workfare*.<sup>6</sup>

Sem dúvida, uma das medidas mais polêmicas contidas no PL 17/2021 é aquela que pretendia dificultar o acesso à justiça gratuita para os brasileiros. De acordo com o Projeto, só teria direito à justiça gratuita o indivíduo pertencente à “família de baixa renda”, ou seja, a pessoa com renda familiar mensal de até meio salário-mínimo (R\$ 550,00), ou renda familiar total de até três salários-mínimos. Ademais, o requerente deveria se submeter a um “teste de meios” para comprovar se poderia ou não ter acesso à justiça gratuita, demonstrando sua inscrição em algum cadastro de programa social do governo federal. Assim, o PL 17/2021 buscava vedar o acesso gratuito à justiça para diversas pessoas que, embora carentes e em situação de vulnerabilidade, não estão inscritas, por exemplo, no CadÚnico. Resta ainda ressaltar o caráter

inconstitucional e punitivo da medida, pois, segundo a redação do PL 17/2021, mesmo que o requerente lograsse, enfim, o acesso ao benefício da justiça gratuita, ele seria condenado a pagar honorários ao advogado da parte contrária, caso perdesse sua ação judicial (NUNES, 2021).

A ideia era criar barreiras para dificultar a ação coletiva dos grupos em desvantagem, aumentando os custos dessa ação em vista dos seus evidentes fracassos. A nova legislação trabalhista de 2017, assim como as nefastas tentativas de aprofundá-la, são expressões de um “terrível mecanismo de intimidação dos mais vulneráveis”, pois no Brasil, como nos adverte as palavras certas de Wanderley Guilherme dos Santos, “o custo do fracasso das ações coletivas pode ser bastante elevado, com significativa deterioração do status quo dos participantes, circunstância suficientemente ameaçadora para deprimir o ânimo reivindicante dos mais necessitados” (SANTOS, 2006, p. 180)

Caso o projeto fosse aprovado no Senado Federal, seria desferido o golpe de morte nos direitos trabalhistas, que já sofreram contundente mutilação com a aprovação da reforma trabalhista de 2017. Portanto, ao pretender esvaziar por completo o conteúdo normativo da CLT e ao dificultar o acesso à justiça gratuita, o governo Bolsonaro emite claros sinais de que o seu propósito é destruir os pilares da cidadania democrática no país.

### 3.2. Privatização (sub-reptícia) da Previdência Social

A proteção do trabalho no Brasil sempre esteve assentada sobre um arranjo político-normativo em que a previdência social cumpriu um destacado papel. Tal arranjo

6 Além de alterar a CLT, o Código de Processo Civil e uma série de outras leis, o PL 17/2021 pretendia instituir três novos programas de geração de emprego e qualificação profissional: o Programa Primeira Oportunidade e Reinserção no Emprego (Priore), o Regime Especial de Trabalho Incentivado, Qualificação e Inclusão Produtiva (Requip) e o Programa Nacional de Prestação de Serviço Social Voluntário; além de alterar a CLT (Consolidação das Leis do Trabalho), o Código de Processo Civil e uma série de outras leis. (SENADO FEDERAL, 01/09/2021c).

é fruto da estratégia de incorporação dos trabalhadores no Estado, culminando na criação da legislação social nas décadas de 1930 e 1940. Cabe destacar que o regime varguista se utilizou deliberadamente dos benefícios do seguro social para inscrever os trabalhadores brasileiros nas proteções jurídicas vinculadas ao trabalho, contribuindo também para adensar o processo de sindicalização (LANZARA, 2018).

No âmbito da Constituição Federal de 1988, os sistemas previdenciário e de relações de trabalho foram cruciais para assegurar um piso mínimo de proteção social aos trabalhadores e segurados que, no cenário de heterogeneidade do mundo do trabalho, apresentam trajetórias laborativas diversas. A singularidade desses sistemas de proteção reside no fato de o Estado resguardar direitos trabalhistas e previdenciários através de garantias constitucionais; mediação pública de conflitos; gestão de recursos e arrecadação; mobilização de órgãos de controle; fiscalização; vasta legislação infraconstitucional. As mudanças institucionais levadas a cabo a partir de 2016 constituem um grave retrocesso, já que conferem aos agentes do mercado parte da regulação das relações laborais, obstaculizando o usufruto dos direitos previdenciários (GUERRA e CAMARGOS, 2021, p. 303-304).

Cabe destacar que, embora moderadas, as reformas previdenciárias produzidas no Brasil, até 2015, criaram um ambiente favorável à difusão da previdência privada e dos fundos de pensão. A introdução de medidas para incentivar os arranjos de previdência complementar, no curso dos processos de reforma, acentuou o caráter híbrido e fragmentado do sistema previdenciário brasileiro, tornando o seu pilar privado mais atrativo para diversas catego-

rias profissionais.

A Previdência Complementar (PC) no Brasil possui arranjos de capitalização variados e constitui-se num complemento aos benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e Regime Próprio de Previdência Social (RPPS); estabelece vínculo estreito entre contribuição e benefício, possuindo planos de benefícios em sua maioria na modalidade de Contribuição Definida (CD).<sup>7</sup> A PC está organizada a partir de duas categorias: i) as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs), entidades sem fins lucrativos (popularmente conhecidas como fundos de pensão) que podem ser instituídas por empresas (patrocinadores público ou privado) e/ou por pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial (instituidores); e ii) as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPCs), entidades com fins lucrativos que atuam no mercado de previdência privada - os planos oferecidos por essas entidades (seguradoras e bancos) são obrigatoriamente de capitalização individual.

Apesar de remontar às origens do sistema previdenciário brasileiro, a previdência complementar somente foi regulamentada na década de 1970 (Lei n. 6.435/1977) durante o regime militar, atrelada primeiramente aos fundos de pensão das empresas estatais e ao objetivo de estimular o mercado nacional de capitais (JARDIM, 2019). Com as reformas introduzidas a partir de 1998, os esquemas de capitalização passaram a ter um impulso adicional. Primeiramente, expandiu-se o acesso do regime complementar aos trabalhadores da iniciativa privada e, mais tarde, foi também ampliado aos servidores públicos como alternativa de complementação de seus rendimentos de aposentadoria, que passaram

---

7 No modelo CD decide-se o tamanho da contribuição a ser efetuada ao plano e o benefício é definido no momento da aposentadoria, baseado no montante de recursos que o segurado acumulou em sua conta individual.

a ser fixados pelo teto do RGPS. A fixação do teto do RGPS e sua unificação com o regime dos servidores foi, certamente, um veículo de estímulo à expansão da previdência complementar, já que a renda de algumas camadas de servidores públicos supera em muito esse limite (GENTIL, 2020).

Com os governos conservadores de Michel Temer (2016-2018) e do atual presidente Jair Bolsonaro, inaugura-se uma nova conjuntura de reformas no sistema previdenciário. Estas foram perseguidas mediante propostas bastante restritivas, trazendo iniciativas mais contundentes no sentido de instrumentalizar as instituições de previdência complementar para incentivar o crescimento dos esquemas de capitalização no país, particularmente ofertados por seguradoras e bancos.

Desde 2016, as políticas previdenciárias permanecem subordinadas ao Ministério da Economia, demonstrando a intenção desses governos de tornar o setor previdenciário um mero apêndice da área econômica (LANZARA e SALGADO SILVA, 2018). Vale enfatizar que à frente da secretaria que trata dos assuntos previdenciários foram colocados políticos e burocratas fortemente comprometidos com a adoção de reformas mais restritivas para o sistema de repartição; além de advogarem mecanismos mais frouxos de regulação dos fundos de pensão como incentivo à expansão da previdência privada.<sup>8</sup>

A EC n. 103, de 2019, ou “Nova Previdência” constitui a principal realização do governo Bolsonaro em termos de implementação de reformas de austeridade fiscal e social seletiva. É importante salientar que ela foi beneficiada pela Proposta de Emenda Constitucional (PEC) n. 287, de 2016, do governo Michel Temer que, embora tenha fracassado, fez uma campanha sistemáti-

ca nas mídias digitais e na grande imprensa em defesa da reforma da Previdência, cujo mote era “reformatar hoje para garantir o amanhã”. Soma-se a isso o discurso que apelava para um tipo de “populismo mercantil” para justificar a necessidade da reforma, enfatizando que esta beneficiaria “os mais pobres” contra os “privilégios” corporativos de servidores públicos e sindicatos (LANZARA e SALGADO SILVA, 2018).

Apesar de o governo Temer não ter logrado a aprovação da sua reforma, duas medidas conspiraram abertamente contra o arcabouço dos direitos sociais constitucionais, do qual a previdência social é parte integrante. A primeira medida, a Emenda Constitucional nº 95 de 2016 (EC nº 95/2016), fixou por 20 anos um teto para o crescimento das despesas públicas. A finalidade dessa medida, conforme mencionado, foi acirrar o conflito distributivo dentro do orçamento público, comprimindo o espaço fiscal para as despesas com seguridade (ROSSI *et al.*, 2018). A segunda medida foi a aprovação de uma reforma trabalhista em 2017 (Lei nº 13.467), pois ela buscou explicitamente desestruturar a base sindical que se constituiu em torno do sistema público previdenciário e afetar negativamente as fontes de financiamento da previdência social.

Sancionada em 12 de novembro de 2019, a Emenda Constitucional nº 103/2019, a reforma da previdência do presidente Jair Bolsonaro, buscou deliberadamente desconstitucionalizar as regras do sistema previdenciário. A reforma estabeleceu regras de idade mínima para as aposentadorias no RGPS (62/65 anos, mulheres e homens respectivamente) e taxas de substituição bastante reduzidas (o valor das aposentadorias corresponderá a 60% da média dos salários de contribuição, exigindo 40

8 Destaca-se aqui a recente proposta de incorporação da Previc pela Susep, numa clara tentativa de esvaziar as atividades de fiscalização sobre os fundos de pensão.

anos de contribuição para o recebimento integral do benefício). Haverá, nesse sentido, uma diminuição substantiva dos valores das aposentadorias pagas pelo RGPS, o que tende a desestimular a contribuição dos trabalhadores que ganham mais de um salário-mínimo.<sup>9</sup> Para o RPPS, merece destaque o estabelecimento de alíquotas escalonadas de contribuição previdenciária sobre o salário dos servidores públicos, que chegam a 22%.

Fortemente apoiada pela mídia e diante de um cenário de prostração do movimento sindical gerado pelos efeitos negativos da reforma trabalhista e de um contexto macroeconômico de alto desemprego e desvalorização dos salários, a EC nº 103/2019 encontrou poucas resistências na sociedade. No entanto, cabe frisar que algumas medidas mais radicais contidas na proposta original, como a adoção de um regime substitutivo de capitalização, a desvinculação dos reajustes dos benefícios previdenciários do valor do salário-mínimo, a redução do valor das aposentadorias rurais e dos benefícios assistenciais (BPC) - e o aumento da idade para o recebimento desses benefícios - foram rechaçadas pelo Congresso.

Embora o regime de capitalização tenha sido rejeitado, várias medidas introduzidas no novo sistema previdenciário, como o achatamento dos benefícios da previdência pública, a possibilidade de privatização dos benefícios não programados (auxílio-doença, licença-maternidade e auxílio-acidente) e a permissão para que a administração da previdência complementar dos servidores estaduais e municipais seja feita através das EAPCs (sem exigência de licitação), se constituem em medidas explícitas de indução da expansão do mercado privado de previdência (DIEESE, 2019).

Corroborando esse argumento o fato de a EC nº 103/2019 ter instituído a *obrigatoriedade* da criação de fundos de previdência complementar para os entes estaduais e municipais, representando um forte indício de que a previdência pública de estados e municípios será tolhida para abrir espaço à previdência privada. Em suma, provavelmente e de um modo gradual, os bancos e as seguradoras privadas se tornarão os principais administradores dos regimes de previdência complementar dos servidores estaduais e municipais.

Apesar da preservação dos pilares públicos previdenciários (RGPS e RPPS) e da natureza de repartição do sistema, o governo Bolsonaro adotou uma estratégia deliberada de desmonte e sucateamento das agências públicas ligadas ao setor. A desestruturação da maior autarquia de previdência pública do país, o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) - agência estatal responsável pelos pagamentos das aposentadorias e demais benefícios aos trabalhadores brasileiros, com exceção dos servidores públicos, dotada de forte capacidade burocrática e ampla capilaridade territorial - é hoje um dos mais expressivos retratos da política de desconstrução dos serviços públicos praticada pelo atual governo. Vale ressaltar a inclusão do Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro) e da Empresa de Tecnologias e Informações da Previdência Social (Dataprev) na lista de estatais a serem privatizadas, colocando em risco os empregos dos mais de 12 mil funcionários das duas estatais, e que ameaça repassar para empresas privadas dados sensíveis de todos os brasileiros.

No caso do INSS, a reforma da previdência fez boa parte dos mais experientes servidores da autarquia anteciparem suas aposentadorias para não serem lesados em seus direitos. A carreira de perícia mé-

---

9 Valor de praticamente 2/3 de todas as aposentadorias e pensões pagas pelo RGPS.

dica foi retirada do INSS e não foram mais realizados concursos públicos. A autarquia perdeu 50% do número de funcionários, gerando morosidade na concessão de benefícios como auxílio-doença, auxílio maternidade, aposentadoria ou pensão por morte. Segundo nota divulgada pelo Sindicato dos Trabalhadores Federais em Saúde e Previdência no Estado do Rio (Sindsprev/RJ), o INSS possui, atualmente, um déficit de 27 mil servidores em nível nacional.

No entanto, como de habitual, as respostas do atual governo para enfrentar essa situação têm sido a de aumentar o assédio moral sobre os servidores da autarquia, e o assédio institucional sobre a própria empresa pública, exigindo metas inexecutáveis para a avaliação dos processos de concessão de benefícios atualmente parados por pura incompetência governamental. Além disso, dificulta-se o acesso da população aos benefícios e, concomitantemente, promove-se uma gradual, porém premeditada, estratégia de retirada de direitos por meio da edição de diversas portarias. Prova disso, foi a publicação, em março de 2021, da Portaria nº 11, que aumenta exponencialmente a quantidade de avaliações sociais para acesso ao Benefício de Prestação Continuada (BPC) destinado às pessoas com deficiência (SINDISPREV/RJ, 25/05/2021).

### **3.3. As tentativas de inviabilização do SUS e o estímulo aos serviços privados de saúde**

A existência de um sistema de saúde pú-

blico e universal no Brasil, o Sistema Único de Saúde (SUS) - um sistema descentralizado, participativo e com forte capilaridade territorial (FLEURY, 2014) - impediu o total colapso das políticas sanitárias no país durante a pandemia de Covid-19. Na verdade, o desastre causado pela pandemia poderia ter sido pior se não fosse a existência do SUS e dos seus diligentes trabalhadores.

A despeito do caráter essencial do SUS para os brasileiros, e de sua inegável importância no combate à pandemia, o governo Bolsonaro desestabilizou o pacto federativo que organiza os serviços públicos de saúde no país ao abandonar prefeitos e governadores à própria sorte, constituindo grave omissão/crime de responsabilidade diante da deterioração do quadro sanitário em um país com fortes desigualdades regionais (ABRUCIO et al, 2020, FLEURY, 2020).

Os conflitos entre o presidente e os governadores fizeram com que os sistemas de provisão de serviços caracterizados por mecanismos relativamente eficientes e regulados de coordenação federativa (ARRETICHE, 2010; VASQUEZ, 2014), a exemplo do SUS, enfrentassem fortes dificuldades na pandemia, diante da total ausência de diretrizes coordenadas.<sup>10</sup> Nesse contexto, o federalismo cooperativo, pactuado e articulado da Constituição Federal de 1988, foi implodido pelo federalismo bolsonarista de cunho predatório, competitivo e centralizador (FLEURY, 2020; ABRUCIO et. al, 2020). Essa deturpação do federalismo convergiu

10 Cabe explorar a importância da ação coordenada dos entes federativos para fazer frente à inépcia do Executivo na gestão das políticas públicas. Um exemplo é o Consórcio Nordeste, que foi fundado em 2019 para atuar como instrumento jurídico, político e econômico no sentido de viabilizar a integração dos 9 estados do Nordeste. O Consórcio busca angariar investimentos para impulsionar projetos de modo integrado, a realização de compras conjuntas, a implementação de políticas públicas e a busca de cooperação internacional (CONSÓRCIO NORDESTE, 11/06/2020). Diante dos constantes ataques de Bolsonaro aos entes federativos, ao ministro Luis Roberto Barroso, do TSE e o pedido de impeachment do ministro Alexandre de Moraes do STF, os governadores têm superado suas diferenças políticas para salvaguardar o regime político democrático. Nesse sentido, o Fórum dos Governadores reivindicou harmonia entre os Poderes e a realização de uma reunião com o presidente Bolsonaro para restaurar a confiança dos investidores, a retomada do crescimento e a geração de empregos (FOLHA DE S. PAULO, 23/08/2021).

para a usurpação dos princípios de controle e participação social na formulação, implementação, monitoramento e avaliação de políticas públicas.

A relutância em adotar medidas mais efetivas e coordenadas de isolamento social, o negacionismo do presidente, as falhas logísticas em levar insumos e equipamentos médicos aos estados da federação mais ameaçados pela calamidade sanitária, a militarização do Ministério da Saúde, o incentivo ao uso de medicamentos sem eficácia comprovada, o atraso do programa nacional de vacinação, tudo isso contribuiu para que o Brasil fosse considerado um dos piores países do mundo, senão o pior, no enfrentamento da pandemia.

Em meio à crise sanitária, o discurso negacionista do presidente ajudou a lançar uma cortina de fumaça sobre as reais intenções do seu governo de transformar o SUS em uma força auxiliar para subsidiar provedores privados de serviços médicos. Essa cortina de fumaça também se mostrou útil para o governo ofuscar suas irregularidades na compra de vacinas, que vieram recentemente à tona graças aos trabalhos realizados por uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) instalada no Senado Federal.

Os descalabros do governo Bolsonaro na gestão da pandemia se somaram ao crônico subfinanciamento da saúde pública no Brasil. O Novo Regime Fiscal (NRF), criado pela Emenda Constitucional nº 95/2016, converteu o subfinanciamento do SUS em desfinanciamento (FUNCIA, 2019; ARAGÃO; FUNCIA, 2021). Como consequência da EC 95, somente entre os anos de 2018 e 2020 (sem considerar os recursos extraordinários para a pandemia da Covid-19), o SUS perdeu em torno de 22,5 bilhões de reais de recursos federais, bem como a aplicação federal per capita foi reduzida de R\$ 595,00 para R\$ 583,00 entre 2017 e 2019 (ARAGÃO; FUNCIA, 2021).

O fato é que o novo regime fiscal vem retirando recursos do SUS e comprometendo as medidas de combate à pandemia. O corolário disso é que o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2021, que sinalizava uma contração fiscal de 8% do PIB no período 2020-2021, foi encaminhado no final de agosto de 2020 sem recursos devotados à contenção dos efeitos da pandemia (MORETTI; FUNCIA; OCKÉ-REIS, 2021). Além disso, destacam-se as medidas do Ministério da Economia para retirar os mínimos constitucionais que propiciariam a estados e municípios investirem na saúde.

Ao lado do desmonte da institucionalidade do SUS, o governo Bolsonaro vem promovendo uma explícita estratégia de fomento aos provedores privados de serviços de saúde. Vale enfatizar que não é de hoje que o SUS sofre ataques sistemáticos do setor privado (MENICUCCI, 2007; BAHIA, 2009). O Brasil só perde para os EUA quanto aos planos privados de assistência médica, que são dotados de organização, interesses enraizados, força e capacidade de influência nas políticas de saúde.

Cabe ressaltar que nem sempre as iniciativas do setor privado conduzem à dissolução do SUS. Ao contrário disso, as empresas de planos de saúde almejam a conversão do sistema público em um “resseguro”, que preencheria o espaço deixado pela incapacidade de cobertura do segmento privado, cujos exemplos são os tratamentos de grande complexidade e alto preço que seriam realizados pelo Estado. A ideia é que o setor privado contemple somente a atenção primária, ao passo que o SUS arque com o atendimento de custo elevado e alta complexidade. A atuação do mercado privado é fragmentada e está limitada à previsão de risco quanto à saúde; já o SUS é capaz de operacionalizar grande volume de dados de forma a identificar as principais carências da população. É importante salientar que no contexto da Se-

gurança Social instituído pela Constituição Federal de 1988, a saúde constitui um dever do Estado brasileiro e um direito de cidadania. Nesse sentido, cabe à iniciativa privada e, portanto, aos planos e seguros de saúde, uma atuação suplementar, que foi regulamentada em 1998 a partir da lei 9.656, devendo, no entanto, acatar as diretrizes e princípios do SUS.

O setor privado não quer erradicar o SUS, mas remodelá-lo à sua maneira de forma a viabilizar os interesses lucrativos das empresas de saúde, como foi o caso do Decreto 10.530/2020. Ele pretendia repassar ao setor privado a Estratégia de Saúde da Família e as unidades básicas de saúde no contexto do Programa de Parceria de Investimentos. Essa iniciativa não vingou em razão da mobilização popular. Todavia, subsequentemente, outras medidas surgiram. O exemplo é a criação, em 2020, por meio de decreto, da Agência de Desenvolvimento da Atenção Primária em Saúde (Adaps). Trata-se de uma iniciativa para vender os serviços em atenção primária de saúde do setor privado ao SUS.

Saliente-se que a sistemática de “austeridade no atacado” e “clientelismo no varejo”, que caracteriza o governo Bolsonaro, tem impactos perversos no SUS. Estratégias mais agressivas de penetração do setor privado no SUS ganharam relevo com o atual governo. Os planos de saúde acumularam vastas margens de lucratividade, aumentaram preços e não repassaram ganhos ao consumidor. De acordo com dados da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), as operadoras de planos de saúde alcançaram lucro líquido de 49,5% em 2020. Em consonância ao ataque aos direitos universais de saúde e ao incentivo ao mercado privado de serviços médicos, em maio de 2021 foi colocado em discussão na Câmara dos Deputados o PL 7.419/06, que pretende atenuar a regulação dos planos de saúde e limitar o poder de fiscalização da ANS.

Bolsonaro também vetou o PL 6.330/2019 que propiciaria a liberação de 23 novos remédios orais para câncer via planos de saúde, contemplando mais de 50 mil pacientes que poderiam fazer o tratamento em casa, sem a necessidade de internação hospitalar. Segundo o PL, os planos privados de saúde seriam obrigados a cobrir despesas com tratamentos antineoplásicos ambulatoriais e domiciliares de uso oral no período máximo de 48 horas. Ao justificar o veto, o presidente argumentou que o texto “comprometeria a sustentabilidade do mercado” (SENADO FEDERAL, 27/07/2021a). Tal medida acaba por beneficiar, mediante desonerações, os planos privados de saúde, resultando em diversas ações judiciais no sentido de obrigar o SUS a fornecer remédios gratuitos, conforme preconiza a Constituição Federal de 1988.

Ademais, poderosas associações ligadas ao empresariado médico, como a Associação Nacional dos Hospitais Privados (Anahp), vêm reforçando a retórica da vinculação entre os setores público e privado. Nessa direção, defendem que o SUS seja reformado com o fito de inserir os empresários da área médica no processo de formulação e planejamento de políticas de saúde (OUTRAS PALAVRAS, 20/07/2021).

Assim, por meio de diversas medidas de natureza privatizante, o atual governo vem abrindo caminho para a consagração de uma relação simbiótica e parasitária dos provedores privados de serviços com o SUS, procurando transformar o subsistema público de saúde num nicho de mercado para os empresários da saúde maximizarem suas operações.

### 3.4. Desmonte e “residualização” da Assistência Social

Entre os anos 1990 e 2015, em condições político-institucionais ainda plenamente democráticas, o Brasil experimentou uma redução das suas alarmantes e inaceitáveis desigualdades. Ainda que modesta e contestada por diversos estudos (MEDEIROS; SOUZA, 2013), tal redução é explicada por fatores políticos; por um mecanismo de *inclusão dos outsiders* no sistema de proteção social advindo de mudanças consagradas no bojo da Constituição Federal de 1988 (ARRETCHE, 2018).

A inscrição de políticas universais e redistributivas na Carta de 1988 impulsionou a participação eleitoral, sobretudo dos mais pobres, uma vez que a competição política por essa categoria de eleitores contribuiu para a continuidade dessas políticas (ARRETCHE, 2018). Não por acaso, o período em tela também presenciou o surgimento e a expansão de políticas sociais inéditas, especialmente voltadas para os grupos em situação de pobreza e vulnerabilidade. A dinâmica desse processo influiu decisivamente na remodelagem do setor de assistência social, particularmente entre os anos 2003 e 2015, caracterizado até então por regras excludentes e por uma baixa institucionalização. Serviços socioassistenciais e políticas de transferência de renda, como o Programa Bolsa Família (PBF), adquiriram expressão nesse período, alicerçando o sistema de proteção social brasileiro ao lado dos sistemas universais e dos benefícios contributivos.

Embora iniciados durante o governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), foi no governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), no cerne de uma agenda de políticas sociais voltadas para o combate à pobreza e à desigualdade, que os programas de transferência de renda avançaram na sua institucionalização. Tais programas ganharam escopo, articulação e visibilidade,

particularmente com a instituição do Ministério do Desenvolvimento Social e Combate à Fome (MDS), em 2004, propiciando a implementação de equipamentos públicos da assistência social, bem como o desenvolvimento de relevantes arenas institucionais e de articulação federativa (BICHIR, 2016; BICHIR e GUTIERRES, 2019).

Analisando o processo de construção institucional do Sistema Único de Assistência Social (SUAS), Jaccoud, Bichir e Mesquita (2017) destacam o crescimento das atribuições do Estado brasileiro no âmbito da assistência social, sobretudo na esfera da garantia de renda. O SUAS constitui uma instância nacional, coordenada e descentralizada de organização da política pública, com o propósito de viabilizar sua execução em cada município por meio de regras e propósitos compartilhados. A fim de identificar, cadastrar e incluir a população potencialmente usuária dos serviços públicos, foram empregados importantes instrumentos no sentido de aperfeiçoar capacidades estatais nas três instâncias de governo, contribuindo para a expansão do PBF. Este, por sua vez, está vinculado ao aprimoramento do CadÚnico (Cadastro Único para Programas Sociais) e à expansão da rede de equipamentos públicos de assistência, particularmente os *Centros de Referência da Assistência Social (CRAS)*, que constituem a “porta de entrada” para o PBF nos municípios, incumbidos de efetuar o cadastramento dos beneficiários e responsáveis pela totalidade do acompanhamento das condicionalidades associadas à saúde e à educação (JACCOUD; BICHIR; MESQUITA, 2017). Em suma, ao lado dos benefícios vinculados ao salário-mínimo, os programas de transferência de renda, bem como a construção de sua institucionalidade e capilaridade territorial, foram decisivos para incrementar os esforços de redução da pobreza e da desigualdade no país. Entre 1988 e 2015, a desigualdade de renda, medida pelo coeficiente de Gini,



caiu de 0,601 em 1992 para 0,511 em 2015 (JANNUZZI, 2019).

A reversão dessa trajetória, contudo, inicia-se com a crise econômica de 2015. Os efeitos dessa crise, particularmente sobre os rendimentos do trabalho, somados às reformas liberalizantes empreendidas pelo governo Temer, começam a minar os avanços no combate à pobreza e à desigualdade realizados nas décadas anteriores. Como um resultado, o crescimento do Gini se intensificou, particularmente entre 2016 e 2018, fazendo com que o Brasil registrasse, em 2018, o maior nível de desigualdade da série (0,545), revertendo uma tendência contínua de redução da pobreza e da desigualdade verificada na década anterior (BARBOSA et al., 16/07/2020).

As investidas do governo Bolsonaro contra as políticas públicas, a pandemia de Covid-19 e o conseqüente crescimento das desigualdades constituíram-se, assim, na “crônica de uma morte trágica anunciada” (SÁTYRO, 2021), sobretudo para milhares de brasileiros pobres e vulneráveis, que perderam suas vidas em decorrência da pandemia e da negligência governamental. As reverberações da pandemia no longo prazo acarretarão uma desigualdade na construção do capital humano, penalizando os mais pobres, negros, mulheres e trabalhadores informais, sobretudo no contexto de desaceleração do crescimento do PIB, austeridade fiscal e desproteção social. A perspectiva é a deterioração da distribuição de renda (SÁTYRO, 2021, p. 326).

O Grupo de Pesquisa Interinstitucional “Futuros da Proteção Social”<sup>11</sup>, do qual os autores deste texto fazem parte, é liderado pela pesquisadora sênior Sonia Fleury e vinculado institucionalmente ao Centro de Estudos Estratégicos da Fundação Osvaldo Cruz (CEE-FIOCRUZ). O referido grupo

publicou recentemente uma série de artigos de opinião (FLEURY et.al., 13/05/2021, 27/05/2021, 01/06/2021a, 01/06/2021b, 11/06/2021, 20/07/2021) analisando a tentativa de desconstruir e tornar cada vez mais residual a política de proteção social no Brasil. O objeto de análise foi o Projeto de Lei (PL nº 5.343/2020), de autoria do Senador Tasso Jereissati (PSDB-CE), que foi respaldado por mais de trezentos economistas, banqueiros e empresários, signatários do corte de benefícios sociais para o combate à extrema pobreza. Paradoxalmente, a iniciativa tem como objetivo acabar com a miséria tornando mais pobres os “menos pobres” por meio da supressão de alguns programas sociais, como o Bolsa Família e sua posterior fusão a um único programa de transferência de renda.

Parecia que o empresariado nacional, tradicionalmente refratário às políticas de redistribuição de renda, havia sido tomado por um ímpeto de civismo, por um surto de “responsabilidade social”. O fato inesperado também poderia nos levar a pensar que se tratava de uma autocrítica dos apoiadores das políticas de aprofundamento da austeridade fiscal e desestruturação do Estado brasileiro, que desde a famigerada EC n. 95 de 2016 – que impôs um teto declinante aos gastos públicos (saúde, educação, infraestrutura) durante 20 anos – e das sucessivas reformas vêm destruindo o arcabouço da proteção social no país.

O supracitado PL teve como referência o documento Programa de Responsabilidade Social cujo diagnóstico e proposta foi elaborado por um grupo de economistas do IBRE/FGV e do INSPER, sob o patrocínio do Centro de Debates de Políticas Públicas (CDPP), organização dirigida por economistas com longa trajetória de vinculação ao mercado financeiro. Sinteticamente, o

11 Sonia Fleury (Coordenadora), Arnaldo Provasi Lanzara, Carlos Eduardo Santos Pinho, Fernanda Pernasetti, Le-naura Lobato, Luciene Burlandy, Monica Senna, Ronaldo Teodoro e Virginia Fava (pesquisadores).

referido programa, composto de um Projeto de Lei e uma Proposta de Emenda à Constituição, pretende *“aprimorar a rede de proteção social brasileira, com o objetivo de oferecer assistência a famílias em situação de vulnerabilidade e aos trabalhadores informais sujeitos a elevada volatilidade de seus rendimentos”* (BOTELHO, 07/09/2020, p. 2).

A proposta é sutil, furtiva e deixa obscuro o seu real objetivo que é conspirar diretamente contra a armadura normativa de direitos sociais consagrados na Constituição Federal de 1988. De modo claro, o documento propõe a extinção do abono salarial, do seguro-defeso e do salário-família, mas tanto em seus anexos quanto em outras comunicações que apresentam a agenda geral desses segmentos, a previsão de “medidas fiscais para redução de despesas” contempla o ataque direto ao salário maternidade, seguro-desemprego, auxílio-reclusão, aposentadorias rurais e mesmo ao BPC. Dentro dos limites estatuídos pelo teto de gastos, o seu objetivo é promover a reconfiguração dos “benefícios assistenciais” que, segundo seus autores, foram criados com “características de benefícios trabalhistas”.

O PL (des)organiza toda a dinâmica da assistência social para fomentar a criação de uma poupança emergencial para os informais dentro do seu atual (e limitado) escopo orçamentário. Um agravante diz respeito à premissa de desindexação do piso dos benefícios em relação ao valor do salário-mínimo nacional, que constitui um princípio constitucional que tem sofrido ataques sistemáticos desde as reformas orientadas para o mercado da década de 1990: privatização, abertura comercial, liberalização da conta de capital, desregulamentação financeira e corte de gastos em bem-estar.

Para o financiamento das políticas sociais com o propósito de erradicar a pobreza, emancipar os vulneráveis e protegê-los da

instabilidade de seus rendimentos, mobiliza-se uma ardilosa construção que retira recursos e direitos dos trabalhadores, extraindo percentuais até mesmo de famílias beneficiárias do Programa Bolsa Família. Para os pobres, propõe-se a unificação dos quatro benefícios do BF em um Benefício de Renda Mínima (BRM) para completar uma renda de até R\$125,00 per capita. A proposta enfatiza a pobreza como uma dimensão exclusivamente monetária e como uma questão de ordem individual ou, no máximo, familiar, quando vários estudos mostram o seu caráter multidimensional e não exclusivamente monetário.

Ao enfatizar a perspectiva da renda pessoal do trabalhador, a proposta ignora a complexidade do fenômeno social da informalidade e desconsidera as desigualdades entre categorias de trabalhadores informais (trabalhadores precarizados, trabalhadores por conta própria, microempreendedores individuais, microempresários etc.). Reforça uma visão meritocrática de auxílio aos pobres, pela manutenção das atuais condicionalidades do PBF a serem cumpridas pelos beneficiários do BRM, dentro da lógica de que é preciso “merecer o benefício”. Contrapõe-se a alternativas de caráter redistributivo, que têm mostrado a importância do papel do Estado no incremento de políticas universais, sendo uma proposta perfeitamente aderente a um contexto político marcado pela ausência de qualquer plano ou visão de desenvolvimento nacional, e que ignora a dimensão da expansão do trabalho formal no país.

A disputa pela poupança dos trabalhadores é um dos objetivos centrais deste projeto. Ao propor a criação de uma Poupança Seguro Família (PSF) a ser financiada com recursos públicos e investida em renda fixa – isto é, em títulos públicos remunerados a partir da taxa de juros – evidencia-se o nexos e a intenção de transferência de recursos dos fundos estatais para o mercado financeiro, aprofundando a lógica da finan-

ceirização da política social no país (LAVINAS e GENTIL, 2018). Ao demolir o direito à assistência e sua institucionalidade, busca-se também substituir o cidadão pobre, sujeito do direito, pelo pobre empreendedor capitalista, detentor de títulos da dívida pública.

Nesse sentido, está em curso no país uma disputa epistêmica sobre os significados e funções dos instrumentos de proteção social. Segundo o PL, o Cadastro Único (CadÚnico) deixa de ser um instrumento de busca e inserção da população mais vulnerável no conjunto de direitos sociais universais que a Constituição prevê e se converte num dispositivo de ativação de medidas de proteção terminativas, voltadas fundamentalmente para remediar situações emergenciais. A proposta procura convencer que seja possível conciliar a “responsabilidade social” com o teto de gastos.

Conforme já salientado, o CadÚnico como instrumento de acolhimento e proteção dos beneficiários, direcionando-os, de acordo com suas necessidades, para as diferentes instituições públicas, foi uma construção da democracia e permanentemente aprimorado. Assim sendo, só pode exercer a função de mecanismo de proteção social por meio de uma institucionalidade descentralizada e participativa que caracteriza o Sistema Único de Assistência Social (SUAS), com sua rede capilarizada de Centros de Referência de Assistência Social (Cras). A troca do acolhimento por um cadastro a ser preenchido online não oculta as intenções explícitas de centralização dos dados, controle dos pobres e desmantelamento do SUAS. Restam as que podem não estar explícitas, como os seus possíveis usos mercadológicos.

A constitucionalização da austeridade fiscal produziu um efeito cascata de desmantelamento das proteções, gerando uma espiral de desregulamentações: a Emenda Constitucional n. 95/2016, a reforma trabalhista de 2017, a reforma previdenciária de

2019; e agora parece também referendar a atual proposta de reforma do sistema de assistência social, uma Reforma da Lei dos Pobres (Poor Law Reform Act) à brasileira. As proposições de erradicação da pobreza e de reforma dos programas sociais que ora se apresentam no Brasil parecem querer reeditar, num léxico mais suave, o que Karl Polanyi denunciou em sua magistral obra “A Grande Transformação: as origens de nossa época” ao analisar os efeitos deletérios produzidos pela Reforma da Lei dos Pobres de 1834 na Inglaterra (POLANYI, 2000). Como demonstrou o autor, a referida reforma - apoiada entusiasticamente por filantropos benevolentes e pelos defensores radicais do livre mercado - aboliu o *Speenhamland*, antigo sistema de proteções sociais estatutárias, criado no final do século XVIII, o qual, em resposta aos problemas gerados pelo industrialismo, assegurava um conjunto de garantias aos pobres, impedindo que sucumbissem ao tacho da fome.

Ainda que imperfeito, o sistema cumpria uma dupla função: enquanto, de um lado, assegurava ao pobre uma renda mínima independente dos seus proventos, de outro, impedia a expansão de um mercado de trabalho fundamentado na concorrência selvagem. Polanyi, por sua vez, arguto observador das misérias produzidas pelas “ficções do mercado”, demonstra como a Reforma da Lei dos Pobres, ao abolir o sistema *Speenhamland* e ao criar um “mercado concorrencial de trabalho”, representou o fim do “direito de viver” para os pobres da Inglaterra nos primórdios do industrialismo. A reforma, é claro, condenou os pobres a uma danação secular; sem deixar de arrancar aplausos de reformadores e legisladores bem-intencionados.

Ao passo que as regras de mercado foram impostas por meio de políticas públicas, tal como quer o PL em discussão no caso brasileiro, as medidas de proteção social representaram um contramovimento

espontâneo da sociedade, já que a vida e a coesão social são diretamente ameaçadas pela avidez dos interesses exclusivistas. Do aprendizado da economia política do século XIX para o Brasil atual permanece, portanto, a urgência de nos levantarmos contra os artifícios do pensamento (neo)liberal. Uma política social não deve ser reduzida a um mero instrumento técnico administrativo, uma vez que ela projeta a civilização ou a barbárie na qual a sociedade será lançada.

Além do PL já analisado, destaca-se outra tentativa de desmantelamento da assistência social sob os auspícios do (des)governo Bolsonaro, que será esmiuçada a seguir a partir da produção acadêmica recente de especialistas (BARTHOLO; VEIGA; BARBOSA, 2021). A Medida Provisória n. 1.061/2021, que cria o Programa Auxílio Brasil, substituindo o Bolsa Família, foi enviada ao Congresso Nacional em 09/08/2021. O objetivo é viabilizar a transferência de renda para famílias em situação de pobreza e extrema pobreza, bem como criar cinco tipos de auxílio, quais sejam, Auxílio Criança Cidadã, Auxílio Inclusão Produtiva Urbana, Inclusão Produtiva Rural, premiar alunos com bom desempenho acadêmico e destaque em esportes.

Atualmente, o Bolsa Família ampara famílias em situação de extrema pobreza, com uma renda familiar per capita de até 89 reais por mês. Ademais, contempla famílias em situação de pobreza, cuja renda oscila entre 89,01 e 178 mensais. São quatro os benefícios devotados às famílias em quadro de pobreza extrema: i) o básico, de 89 reais por família; ii) o variável, de 41 reais para gestantes, nutrizes e pessoas entre 0 e 15 anos; iii) o variável jovem, de 48 reais, para adolescentes de 16 e 17 anos; e iv) o de superação da extrema pobreza, que abarca o valor dos demais benefícios, de modo a assegurar que cada contemplado esteja acima da linha de extrema pobreza. O montante médio mensal do programa

corresponde a aproximadamente 190 reais por família.

Bartholo, Veiga e Barbosa (2021) apontam a necessidade de aprimorar a defasagem do programa e suas causas, pois a linha de pobreza inicial correspondia a 100 reais em janeiro de 2004. Caso tal linha fosse atualizada segundo a inflação, estaria hoje no patamar de 260 reais, superior ao valor atual, que é 178 reais. Ademais, comparado aos países da OCDE, que gastam 2,5% do PIB com transferência de renda, o Brasil gasta somente 0,5% do PIB. O Auxílio Brasil não apresenta como se dará sua forma de cálculo, a pendência da fila de espera permanece insolúvel e tampouco elabora uma referência monetária acerca das linhas de pobreza e valores dos benefícios, que estão dependentes de decretos subsequentes (BARTHOLO; VEIGA; BARBOSA, 2021).

A política de transferência de renda e seu financiamento, os montantes das linhas de pobreza, dos benefícios e o tamanho da fila estão subsumidas ao espaço orçamentário aberto pela inflação, no contexto em que o governo atua por meio de chantagem: a aprovação da PEC dos Precatórios é condição para aprovação do Auxílio Brasil. Nesse sentido, caberia aprimorar o Bolsa Família, que está desestruturado, amorfo e depreciado em cobertura e valores, ainda que bem avaliado globalmente e com lacunas de fácil identificação. Com relação ao Auxílio Criança Cidadã, voltado a famílias com crianças em idade de frequentar creche, pretende-se direcionar recursos da educação pública para instituições privadas, desprezando a atuação dos municípios como mediadores. Tal iniciativa poderá convergir para a desestruturação da oferta municipal de creches para as crianças mais pobres (BARTHOLO; VEIGA; BARBOSA, 2021).

O Auxílio Inclusão Produtiva Urbana, limitado a um indivíduo por família, está voltado às famílias cujos membros estejam no mercado formal de trabalho. Já o Inclusão Produtiva Rural, estabelece que, após um

período de 3 meses, o agricultor deverá doar parte de sua produção agrícola, desconsiderando que os agricultores em situação de extrema pobreza não dispõem de recursos para aquisição de equipamentos e insumos, sofrem com falta de água, não têm acesso à assistência técnica, à tecnologia e a terra é escassa e com baixa fertilidade (BARTHOLO; VEIGA; BARBOSA, 2021).

O Auxílio Esporte Escolar e a Bolsa de Iniciação Científica Júnior serão pagos em doze parcelas mensais e uma outra parcela única. Contudo, a sua operacionalização na política pública é passível de questionamentos, tendo em vista a dimensão dos penduricalhos. A MP 1.061 estabelece a criação de benefícios monetários com propósitos diversos no âmbito de um programa similar e lutando por um mesmo orçamento, cada vez mais comprimido. Não há uma articulação intersetorial de políticas públicas para socorrer os cidadãos mais frágeis, mas um retrocesso à década de 1990, quando da vigência de diversos programas fragmentados, estilhaçados, sobrepostos e descoordenados. Perde-se o foco do programa de transferência de renda condicionada, criando-se um ambiente de concorrência entre o que é fundamental e o que é acessório (penduricalhos). O Auxílio Brasil também estipula que 30% do valor dos benefícios poderão ser empregados para o pagamento de empréstimos e financiamentos por instituições financeiras que executem microcrédito. Tal brecha abre um precedente perigoso para o agravamento do endividamento das famílias em situação de pobreza, que já é uma realidade no cenário agravado pela pandemia e a total inépcia do governo Bolsonaro (BARTHOLO; VEIGA; BARBOSA, 2021).

#### 4. Considerações Finais

O propósito desta reflexão foi analisar a desconstrução – com ênfase nas diversas formas de privatização e financeirização –

das políticas públicas sob os auspícios do governo Bolsonaro. A primeira parte fez um mapeamento teórico-conceitual da produção acadêmica nacional/internacional sobre a crise da democracia liberal. A maré global de desigualdade, desemprego, conservadorismo, ressentimento, desconforto com pautas identitárias (mulheres, LGBT, negros) e de ódio ao imigrante ensejaram a chegada ao poder de lideranças autoritárias/autocráticas que corroem as instituições democráticas, implementam um receituário neoliberal de austeridade fiscal seletiva afinado aos interesses de acionistas e investidores do mercado financeiro.

A partir da chegada dessa coalizão ao poder, delineou-se a destruição do legado institucional de políticas prévias, suscitando uma profunda mudança de rota da agenda governamental de políticas públicas na direção da austeridade. Atendendo fundamentalmente aos interesses do mercado financeiro globalizado, foram edificadas instituições e regras fiscais rigorosas e anacrônicas, que limitaram o endividamento público e obstaculizaram as capacidades estatais de planejamento estratégico governamental de longo prazo.

O cerne dessa agenda de aprofundamento da austeridade repousa no Novo Regime Fiscal, cuja infame Emenda Constitucional n. 95/2016 impõe uma rígida disciplina orçamentária que anula a política fiscal como um importante instrumento de combate às crises econômicas, promoção do investimento público e redução das desigualdades. As elites tecnocráticas responsáveis pela gestão da política macroeconômica, o empresariado e o capital financeiro argumentavam que o regime de austeridade estancaria a dívida pública, revitalizaria a confiança do mercado financeiro, a retomada do crescimento e o investimento empresarial, os quais teriam sido obstados durante a gestão dos governos do PT (2003-2016). Mas as evidências mostram que o resultado direto da constrição orça-

mentária engendrada pelo Novo Regime Fiscal é o agravamento do “conflito distributivo”, da pobreza e da desigualdade (BOSCHI e LANZARA, 2021).

Sob os auspícios do regime de exceção imposto pela austeridade fiscal seletiva, o Estado brasileiro foi asfixiado em suas capacidades institucionais de implementar políticas públicas e de alavancar investimentos em infraestrutura, que são centrais para aumentar a produtividade, competitividade e dinamismo da economia brasileira. No bojo da constitucionalização do ajuste fiscal, seguiram-se sucessivas desregulamentações como a terceirização da mão de obra, a reforma trabalhista e previdenciária (BOSCHI e LANZARA, 2021). No entanto, convém salientar que para aprovar políticas públicas, sobreviver politicamente diante do total colapso que representa a sua gestão e, portanto, evitar o seu processo de impeachment, Bolsonaro tem flexibilizado a agenda fiscalista ao fazer concessões ao “centrão”, que constitui um bloco de parlamentares fisiológicos ávidos por cargos, verbas e prebendas. Dado o seu caráter volúvel, o “centrão” é alugado e nunca comprado, podendo desembarcar a qualquer momento de um governo cuja popularidade é cada vez menor. Ademais, a contragosto do Ministério da Economia, o governo aumentou o gasto público para o enfrentamento dos efeitos da pandemia.

Do ponto de vista da interlocução Estado/sociedade para otimizar a implementação de políticas públicas, o governo Bolsonaro é igualmente desastroso. O Ministério de Desenvolvimento Social e Combate à Fome, o Conselho Nacional de Segurança Alimentar e Nutricional (Consea) e o Sistema de Segurança Alimentar e Nutricional (Sisan) foram suprimidos, dentre outras diversas instâncias participativas. Como já salientado ao longo do texto, o federalismo cooperativo, pactuado e articulado da Constituição Federal de 1988 foi implodido pelo federalismo bolsonarista de cunho

predatório, competitivo e centralizador (FLEURY, 2020; ABRUCIO et. al, 2020), notabilizando constantes conflitos do presidente com governadores e prefeitos.

O governo Bolsonaro viola o princípio da igualdade política inscrito no Art. 5º da Constituição Federal de 1988 ao mesmo tempo em que evidencia a conformação de um interesse de classe que blinda o capital financeiro da dinâmica da política democrática. Dilma sofreu um processo injusto e a rigor ilegal de impeachment, ao passo que Bolsonaro e seu clã cometem crimes sistemáticos contra a república e a democracia. Tal como verificado nos EUA, sob o governo Donald Trump, o neoliberalismo apresenta uma tendência a vilipendiar o regime político democrático alicerçado no princípio constitucional da igualdade política. Por outro lado, promove a blindagem das relações assimétricas de propriedade (IANONI, 15/09/2021).

Nos termos de Gabriela Lotta, as constantes ameaças à democracia e a retórica beligerante de Bolsonaro têm contribuído para camuflar diversos outros golpes que o país tem vivido, estes sim furtivos, sutis, ocultos e que não dependem de ameaças formais. Trata-se da corrosão da capacidade administrativa do Estado brasileiro e da dilapidação – com intuito de privatização – das políticas públicas e do Estado de Bem-Estar Social, inscritos no marco civilizatório da Constituição Federal de 1988. Desde então, o Estado brasileiro ampliou, democratizou o acesso às políticas públicas (educação básica, assistência, saúde) e incrementou a capacidade fiscalizatória e regulatória.

Contudo, o cenário recente é marcado pelo desfinanciamento crônico, a descontinuidade e destruição do legado de políticas públicas, como é o caso da proposta de alteração do exitoso Bolsa Família. Outro exemplo é o ataque sistemático à burocracia e aos servidores estatais, cujo exemplo é a reforma administrativa proposta pela

PEC 32. A desconstrução de políticas públicas também é vigente no desenho de sua governança, até então pautada na participação social e na coordenação federativa, que, por sua vez, propiciaram a melhoria, a efetividade das políticas, a construção de soluções, o respeito às diversidades e heterogeneidades. Além de conflitar com governadores e prefeitos, o governo Bolsonaro dinamitou a governança de políticas públicas ancoradas nos conselhos, audiências públicas, conferências, mecanismo que tornavam o processo decisório poroso às demandas da sociedade. No ano de 2019, por exemplo, foram suprimidas 2.500 instituições participativas (LOTTA, 07/09/2021).

De forma similar às políticas social-democratas devotadas à reconstituição da Europa do pós-II Guerra Mundial, que devastou a infraestrutura humana e material, o Brasil precisa urgentemente edificar uma concertação nacional para, em primeiro lugar, defender intransigentemente a democracia da ameaça autoritária representada pelo bolsonarismo predatório. Segundo, revitalizar os canais de interação Estado/sociedade, os conselhos e as instâncias de participação para o constante monitoramento

e avaliação de políticas públicas. Tais conselhos, que exercem uma função precípua de controle social das políticas públicas, foram abolidos durante a gestão de Bolsonaro. Terceiro, providenciar a reconstrução do tecido social e produtivo nacional, e das capacidades de planejamento estratégico do Estado na implementação de políticas públicas para o crescimento econômico, a redistribuição de renda e o fortalecimento do Estado de Bem-Estar Social.

Para tanto, será imprescindível reformar progressivamente o sistema tributário e revogar a Emenda Constitucional N. 95/2016 para alavancar novos e urgentes investimentos em saúde, educação e infraestrutura para gerar empregos, renda e dinamizar a economia fora dos cânones da ortodoxia liberal e financeira. A constitucionalização da austeridade, o cerceamento dos espaços de interação socioestatal e o recrudescimento do autoritarismo no plano do regime político vêm destruindo com celeridade a Constituição Federal de 1988. Só uma nova e ampla coalizão política progressista poderá reverter o desmonte e edificar um projeto nacional diante dos destroços deixados pelo bolsonarismo. A tarefa será hercúlea!

## Referências

ABRANCHES, Sérgio. (2020), *O tempo dos governantes incidentais*. São Paulo: Companhia das Letras.

ABRANCHES, Sérgio. (2019), "Polarização radicalizada e ruptura eleitoral", in *Democracia em risco? 22 ensaios sobre o Brasil hoje* (Vários autores), São Paulo, Companhia das Letras.

ABRUCIO, Fernando L. et al. (2020), "Combate à COVID-19 sob o federalismo bolsonarista: um caso de descoordenação intergovernamental", *Revista de Administração Pública*, Vol. 54, N. 4, p. 561-577, jul.-ago., Rio de Janeiro. Disponível em: [https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-76122020000400663&script=sci\\_arttext](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-76122020000400663&script=sci_arttext). Acesso em: 22/08/2021.

ALESINA, Alberto.; PEROTTI, Roberto. (1996), "Budget Deficits and Budget Institutions." *NBER Working Paper*, n. 5556, p 11-31.

ALESINA, Alberto., FAVERO, Carlo.; GIAVAZZI, Francesco. (2012), "The output effects of fiscal adjustments." *NBER Working Paper*, n. 18336, p.15-39.

ARAGÃO, Erika; FUNCIA, Francisco. (2021). O SUS e as políticas de austeridade: o Brasil na contramão mesmo após a crise gerada pela pandemia da Covid-19. *Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento*, vol. 11, (1), pp. 49-61.

ARRETCHE, Marta. (2010), "Federalismo e igualdade territorial: uma contradição em termos?" *Dados*, 53 (3) p. 587-620.

ARRECTHE, Marta. (2018), Arretche, M. (2018) Democracia e Redução da Desigualdade Econômica no Brasil: A Inclusão dos Outsiders. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 33(96): 1-22.

AVRITZER, Leonardo. (2018), "Operação Lava Jato, Judiciário e degradação institucional"; In: Kerche, F.; Feres Júnior, J (eds.), *Operação Lava Jato e a democracia brasileira*. São Paulo: Contracorrente. (p. 37-51).

BARBOSA, Rogério., SOUZA, Pedro. F., SOARES, Sergei. S. (2020), Desigualdade de renda no Brasil de 2012 a 2019, *Blog DADOS*, 16/07/2020. Disponível em: <http://dados.iesp.uerj.br/desigualdade-brasil>. Acesso em 22 de maio de 2021.

BARTHOLO, Letícia; VEIGA, Rogério da. e BARBOSA, Rogério. (2021), O que muda no "Novo Bolsa Família", *Piauí*, 17/08/2021. Disponível em: [https://piaui.folha.uol.com.br/o-que-muda-no-novo-bolsa-familia/?fbclid=IwAR2UmbfrBVituDIBWCup\\_ZMul6G-fLjCO8R-eU9a3jPagSPXmbKX6-F3qHTw](https://piaui.folha.uol.com.br/o-que-muda-no-novo-bolsa-familia/?fbclid=IwAR2UmbfrBVituDIBWCup_ZMul6G-fLjCO8R-eU9a3jPagSPXmbKX6-F3qHTw). Acesso em: 20/08/2021.

BICHIR, Renata. (2016), "Novas agendas, novos desafios: reflexões sobre as relações entre transferência de renda e assistência social no Brasil". *Novos Estudos CEBRAP* (Impresso), v. 104, p. 111-136. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/nec/v35n1/1980-5403-nec-35-01-111.pdf>. Acesso em: 31/08/2021.

BICHIR, Renata e GUTIERRES, Kellen. (2019), "Sistema Único de Assistência Social: ideias, capacidades e institucionalidades" In: Marta Arretche, Eduardo Marques, Carlos Aurélio Pimenta de Faria (Orgs.). *As políticas da política: desigualdades e inclusão nos governos do PSDB e do PT*. São Paulo: Editora Unesp.

BAHIA, Lúgia. (2009). O sistema de saúde brasileiro entre normas e fatos: universalização mitigada e estratificação subsidiada. *Ciência & Saúde Coletiva*, vol. 14, (3), pp. 753-762.

BOSCHI, Renato e LANZARA, Arnaldo. (2021), "Desenvolvimento e Democracia: pensando além da Crise do COVID-19", CEPAL/IPEA (no prelo).

BOSCHI, Renato e PINHO, Carlos E. S. (2019a), "Crisis and austerity: the recent trajectory of capitalist development in Brazil", Vol. 25, N. 3 [Special issue]. *Contemporary Politics*. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13569775.2018.1555783>. Acesso em: 23/08/2021.

BOSCHI, Renato e PINHO, Carlos E. S. (2019b), "Crise Fiscal, Pensamento Empresarial e Financeirização no Brasil: A Desconstrução da Ordem Corporativa no Século XXI". In: Rita Giacalone. (Org.). *El Pensamiento Empresarial Latinoamericano en el Siglo XXI*. 1ed. Bogotá: Universidad Cooperativa de Colombia (Colección Pensamiento Global), v. 1, p. 65-94.

BOTELHO, Vinícius et. al (2020), Programa de Responsabilidade Social: Diagnóstico e Proposta, Centro de Debates de Políticas Públicas (CDPP), 07/09/2020. Disponível em: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2020/09/Paper-Programa-de-Responsabilidade-Social-1.pdf>. Acesso em: 15/09/2021.

BROWN, Wendy. (2019), *Nas ruínas do neoliberalismo: a ascensão da política antidemo-*



*crática no Ocidente*. São Paulo: Editora Filosófica Politeia. (p. 9-66)

BUCHANAN, J. (1980), "Rent Seeking and Profit Seeking", In J. Buchanan; R. Tollison; G. Tullock (eds.). *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society*. College Station: Texas A&M University Press.

CARDOSO, Adalberto. M. (2010), *A construção da sociedade do trabalho no Brasil: uma investigação sobre a persistência secular das desigualdades*. Rio de Janeiro: Editora FGV.

CARDOSO Jr. José C. e JACCOUD, Luciana. (2005), Políticas sociais no Brasil: organização, abrangência e tensões da ação do Estado. In: Luciana Jaccoud et al. (Orgs.). *Questão social e políticas sociais no Brasil contemporâneo*. Brasília: IPEA, p.181-260.

CARDOSO Jr. José C & SILVA, Frederico A. B. (2021), "Assédio institucional como método de governo: definições, caracterizações e implicações para o setor público federal brasileiro". In: Leonardo Avritzer; Fábio Kerche; Marjorie Marona (Orgs.), *Governo Bolsonaro: retrocesso democrático e degradação política*. Belo Horizonte: Autêntica (p. 205-215).

CONSÓRCIO NORDESTE (11/06/2020). Disponível em: <http://www.consorcionordeste.com.br/o-consorcio/>. Acesso em: 18/09/2021.

COUTO, Cláudio G. (2021), "Do governo-movimento ao pacto militar fisiológico". In Leonardo Avritzer, Fábio Kerche, Marjorie Marona (Orgs.), *Governo Bolsonaro: retrocesso democrático e degradação política*. Belo Horizonte: Autêntica.

CROUCH, Colin. (2009), Privatised Keynesianism: an unacknowledged policy regime. *The British Journal of Politics and International Relations*, 11, p. 382-399.

DIEESE. (2019), "Os Regimes Próprios de Previdência Social de estados e municípios após a reforma de 2019". *Nota Técnica Especial*. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/notatecnica/2019/notaTecEspecialNov2019.pdf>>, Acesso em: 17/09/2021.

DIEESE. (2020), Brasil pós-pandemia: mais do mesmo? Ideias urgentes para o futuro do trabalho e do meio ambiente. *Nota Técnica*, n. 240. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2020/notaTec240MeioAmbienteTrabalho.pdf>. Acesso em: 19/09/2021.

DIEESE. (2021), Com atraso de quatro meses, governo relança o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda. *Nota Técnica*, n. 256. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2021/notaTec256programaManEmprego/index.html?page=1>. Acesso em 27/09/2021.

DOWBOR, Ladislau. (2017), *A Era do Capital Improdutivo: a nova arquitetura do poder: dominação financeira, sequestro da democracia e destruição do planeta*. São Paulo: Autonomia Literária. Disponível em: <http://dowbor.org/blog/wp-content/uploads/2012/06/a-era-do-capital-improdutivo-2-impress%C3%A3oV2.pdf>. Acesso em: 22/08/2021.

EATWELL, Roger & GOODWIN, Matthew. (2020), *Nacional-populismo: a revolta contra a democracia liberal*. Rio de Janeiro: Record.

FAGNANI, Eduardo. (2019), O propósito velado da "reforma" da Previdência, *Le Monde Diplomatique Brasil*, 02/04/2019. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/o-proposito-velado-da-reforma-da-previdencia/>. Acesso em: 22/08/2021.

FLEURY, Sonia. (2014), *Democracia e inovação na gestão local da saúde*. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz.

FLEURY, Sonia. (2020), "Pandemia, contradições e inovações no federalismo brasileiro",

CEE-Fiocruz, 19/05/2020. Disponível em: <https://cee.fiocruz.br/?q=node/1179>. Acesso em: 22/08/2021.

FLEURY et.al. (2021), "Desresponsabilizando-se do social", *RADAR Favela COVID-19 – FIOCRUZ. ESPECIAL 'Maternidades e juventudes entre lutos e lutas pela vida'*, p. 32 – 35, 11/06/2021. Disponível em: <https://www.arca.fiocruz.br/bitstream/icict/47665/2/radar-covid-19-favelas-10a-edicao.pdf>. Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY et.al. (2021a), "O terraplanismo econômico busca dominar a responsabilidade social", *El País Brasil*, 01/06/2021. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/opiniao/2021-06-01/o-terraplanismo-economico-busca-dominar-a-responsabilidade-social.html>. Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY et.al. (2021b), Resolvendo a quadratura do círculo: Austeridade com responsabilidade social?, *Le Monde Diplomatique Brasil*, São Paulo, Edição 167 (impressa), 01/06/2021. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/austeridade-com-responsabilidade-social/>. Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY et.al. (2021), O que há por trás da "Responsabilidade Social". *OUTRAS PALAVRAS*, São Paulo, 27/05/2021. Disponível em: <https://outraspalavras.net/crise-brasileira/oque-ha-por-tras-da-responsabilidade-social/>. Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY et.al. (2021), A irresponsabilidade do programa de responsabilidade social. *Congresso Em Foco*, Brasília, 13/05/2021. Disponível em: <https://congressoemfoco.uol.com.br/opiniao/forum/a-irresponsabilidade-do-programa-de-responsabilidade-social/>. Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY et.al. (2021), Resolvendo a quadratura do círculo: Austeridade com Responsabilidade Social ou 'Reforma da Lei dos Pobres' à brasileira?, *CEE-FIOCRUZ*, 20/07/2021. Disponível em: [https://www.cee.fiocruz.br/sites/default/files/futuros%20da%20prote%C3%A7%C3%A3o%20social\\_texto%20completo\\_pdf.pdf](https://www.cee.fiocruz.br/sites/default/files/futuros%20da%20prote%C3%A7%C3%A3o%20social_texto%20completo_pdf.pdf). Acesso em: 15/09/2021.

FLEURY, Sonia e PINHO, Carlos. E. S. (2020), "A Desconstrução da Democracia Social e da Cidadania Urbana no Brasil". In: Analía Minteguiaga y Paula Lucía Aguilar. (Org.). *La disputa por el bienestar en América Latina en tiempos de asedio neoliberal*. 1ed. Buenos Aires: Conselho Latino-Americano de Ciências Sociais (CLACSO), 2020, v. 1, p. 151-181. Disponível em: <http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/gt/20200921052306/Disputa-bienestar.pdf>. Acesso em: 22/08/2021

FLEURY, Sonia e PINHO, Carlos E. S. (2018), "Authoritarian Governments and the Corrosion of the Social Protection Network in Brazil", *Revista Katálysis*, Vol. 21, Nº 1, pp. 29-42, jan./abr., ISSN 1982-0259. Disponível em <https://periodicos.ufsc.br/index.php/katalysis/article/view/1982-02592018v21n1p14/35931>. Acesso em: 22/08/2021.

FOLHA DE S. PAULO. (2021), Governadores querem reunião com Bolsonaro e busca de harmonia entre Poderes para estancar crise, 23/08/2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2021/08/governadores-querem-reuniao-com-bolsonaro-e-busca-de-harmonia-entre-poderes-para-estancar-crise.shtml>. Acesso em: 18/09/2021.

FRASER, Nancy. (2019), "Neoliberalismo progressista versus populismo reacionário: a escolha de Hobson", In: Arjun Appadurai (et al.). *A grande regressão: um debate internacional sobre os novos populismos e como enfrentá-los*. São Paulo: Estação Liberdade.

FUNCIA, Francisco. (2019), Subfinanciamento e orçamento federal do SUS: referências preliminares para a alocação adicional de recursos. *Ciênc. saúde coletiva*, Rio de Janeiro, v. 24, n. 12, p. 4405-4415.

GEISELBERGER, Heinrich. (2019), "Prefácio". In: Arjun Appadurai (et al.). *A grande regressão: um debate internacional sobre os novos populismos e como enfrentá-los*. São Paulo: Estação Liberdade.

GENTIL, Denise Lobato. (2020), "Dominância financeira e o desmonte do sistema público de previdência social no Brasil", in J. A. de Castro & M. Pochmann (org.), *Brasil. Estado social contra a barbárie*, São Paulo, Fundação Perseu Abramo.

GIDRON, Noam e HALL, Peter. (2019), Populism as a Problem of Social Integration. *Comparative Political Studies*, 53(7):1027-1059.

GUERRA, Maria de. F. L e CAMARGOS, Regina C. M. (2021), "Reformas trabalhista e previdenciária: o desmonte da regulação das relações de trabalho e da seguridade social". In: Leonardo Avritzer; Fábio Kerche; Marjorie Marona (Orgs.), *Governo Bolsonaro: retrocesso democrático e degradação política*. Belo Horizonte: Autêntica (p. 303-315).

HACKER, Jacob. S.; PIERSON, Paul. (2020), *Let them eat tweets: how the right rules in an age of extreme inequality*, Liveright Publishing.

HIRSCHL, Ran. (2014), The origins of the new constitutionalism: lessons from the 'old' Constitutionalism. In: Stephen Gill and A. Claire Cutler (eds.) *New Constitutionalism and World Order*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 95-107.

IANONI, Marcus. (2021), Estado e desigualdade política na crise do governo Bolsonaro, *Teoria e Debate*, 15/09/2021. Disponível em: <https://teoriaedebate.org.br/2021/09/15/estado-e-desigualdade-politica-na-crise-do-governo-bolsonaro/>. Acesso em: 16/09/2021.

JACCOUD, Luciana.; BICHIR, Renata. M.; MESQUITA, Ana. C. (2017), "O SUAS na proteção social brasileira: transformações recentes e perspectivas". *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 108, p. 37-53.

JACCOUD, Luciana. (2019), "Trabalho, pobreza e desigualdade: a garantia de renda no sistema brasileiro de proteção social". In: Marta Arretche, Eduardo Marques, Carlos Aurélio Pimenta de Faria (Orgs.). *As políticas da política: desigualdades e inclusão nos governos do PSDB e do PT*. São Paulo: Editora Unesp.

JANUZZI, Paulo. (2019), Pobreza, desigualdade e mobilidade social no Brasil: dos avanços civilizatórios pós Constituição de 1988 aos prenúncios da barbárie liberal pós Golpe de 2016. In: Castro, A.; Leite, A.; Ferreira, M. Polarizações políticas e desigualdades socioeconômicas na América Latina e na Europa. João Pessoa: Editora UFPB.

JARDIM, Maria Aparecida Chaves. (2009), "Domesticação e/ou moralização do capitalismo no governo Lula: inclusão social via mercado e via fundos de pensão". *Dados*, 52, 1:123-159.

KERSTENETZKY, Celia Lessa. (2017), "Foi um pássaro, foi um avião? Redistribuição no Brasil no século XXI". *Novos Estudos CEBRAP*, 36, 2: 15-34.

KREIN, José. D. (2020), Trabalho e renda para pensar uma sociedade civilizada. In: Jorge Abrahão de Castro; Marcio Pochmann (orgs.). *Brasil: Estado Social contra a barbárie*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, pp. 585-500.

KREIN, José D. et al. (2021), O Trabalho pós-reforma trabalhista. São Paulo: CESIT.

KRUEGER, A. O. (1974), The political economy of the rent-seeking society. *American Economic Review*, n. 64, p. 291-303, jun.

LANZARA, Arnaldo. P. (2018), O seguro social e a construção da proteção social no Brasil. *DADOS - Revista de Ciências Sociais*. Vol. 61, Nº 2, pp. 463-502.

LANZARA, Arnaldo P. e SILVA, Bruno Salgado. (2018), Coalizões, Ajuste e Reformas: A Chilenização da Seguridade Social Brasileira?, *Revista Política Hoje*, Vol. 27, N. 2. Disponível em: <https://periodicos.ufpe.br/revistas/politica hoje/article/view/240529/31828>. Acesso em: 23/08/2021.

LAVINAS, Lena e GENTIL, Denise L. (2018), Brasil anos 2000: A política social sob regência da financeirização. *Novos Estudos CEBRAP*, vol. 37, n. 2, pp. 191-211. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/nec/a/5fqGSvyFTytWTNkQBJNGM3M/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 19/10/2021.

LEVITSKY, Steven e ZIBLATT, Daniel. (2018), *Como as democracias morrem*. Rio de Janeiro: Zahar.

LOTTA, Gabriela. (2021), Com quantos golpes se destrói um Estado?, *Nexo Jornal*, 07/09/2021. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/perspectiva/2021/09/07/Com-quantos-golpes-se-destr%C3%B3i-um-Estado>. Acesso em: 18/09/2021.

MACHADO DA SILVA, Luiz Antonio. (2002), Da Informalidade à Empregabilidade (reorganização a dominação no mundo do trabalho). *Cadernos CRH*, Salvador, n.37, pp. 81-109.

MEDEIROS, Marcelo e SOUZA, Pedro. (2013), Gasto Público, Tributos e Desigualdade de Renda no Brasil, *Texto para Discussão*, n. 1844, junho. Brasília: IPEA. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1844b.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1844b.pdf). Acesso em: 14/09/2021.

MENICUCCI, Telma M. G. (2007), Público e privado na política de assistência à saúde no Brasil: atores, processos e trajetórias.. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz.

METZGER, Gilian. E. (2017), "1930s redux: The administrative State under seige. *Harvard Law Review*, 131 (1), p. 2-95. Disponível em: [https://harvardlawreview.org/wp-content/uploads/2017/11/001-095\\_Online.pdf](https://harvardlawreview.org/wp-content/uploads/2017/11/001-095_Online.pdf). Acesso em: 18/09/2021.

MOUNK, Yascha. (2019), *O povo contra a democracia: por que nossa liberdade corre perigo e como salvá-la*. São Paulo: Companhia das letras.

MORETTI, Bruno; FUNCIA, Francisco R. e OCKÉ-REIS, Carlos O. (2021), "Austeridade fiscal e clientelismo no orçamento público", *Le Monde Diplomatique Brasil* (Observatório de Economia Contemporânea), 17/08/2021. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/austeridade-fiscal-e-clientelismo-no-orcamento-publico/>. Acesso em: 21/08/2021.

MÜLLER, Jan-Werner. (2016), *What is populism?* Philadelphia: University of Philadelphia Press.

NOELLE-NEUMAN, Elisabeth. (1974), "The spiral of silence: a theory of public opinion" *Journal of Communication*, 24, pp. 43-51.

NORTH, Douglas.; WEINGAST, Barry. (1989), "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England." *The Journal of Economic History*. 49(4), p. 803-832.

NUNES, Laura M. (2021), 'Minireforma trabalhista' em curso no Senado torna Justiça do Trabalho inacessível. *Carta Capital*, 30 de agosto de 2021. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/blogs/lado/minireforma-trabalhista-em-curso-no-senado-torna-justica-do-trabalho-inacessivel/>. Acesso em 19/09/2021.

O ESTADO DE S. PAULO. (2021), Hungria de Orbán reprime imprensa e universidades, 03/07/2021. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/infograficos/internacional/hungria-de-orban-reprime-imprensa-e-universidades,1179826>. Acesso em: 22/08/2021

O ESTADO DE S. PAULO. (2021), Sob Bolsonaro, a corrosão do Estado e das liberdades individuais, 31/07/2021. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/infograficos/politica,sob-bolsonaro-a-corrosao-do-estado-e-das-liberdades-individuais,1185836>. Acesso em: 31/07/2021.

OUTRAS PALAVRAS. (2021), O SUS na mira da medicina privada, 20/07/2021. Disponível em: <https://outraspalavras.net/outrasmidias/pandemia-inaugura-nova-disputa-politica-pelo-sus/>. Acesso em: 26/08/2021.

PIERSON. Paul. (2015), Power and path dependence. In: Mahoney, J.; Thelen, K. (eds.). *Advance in comparative-historical analysis*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 123-146.

PINHO, Carlos. E. S.; FLEURY, Sonia.; LANZARA, Arnaldo. P. (2020), Dossiê "Instituições, Políticas Públicas e Desenvolvimento em Tempos de Pandemia Global", *Revista Ciências Sociais UNISINOS*, Vol. 56, N. 2, Maio/Agosto, 94p. Disponível em : [http://revistas.unisinos.br/index.php/ciencias\\_sociais/article/view/csu.2020.56.2.ed](http://revistas.unisinos.br/index.php/ciencias_sociais/article/view/csu.2020.56.2.ed). Acesso em: 23/08/2021.

PINHO, Carlos E. S. (2021a), "Welfare State and Epistemic Communities of Fiscal Austerity in Brazil: from Lula da Silva to Jair Bolsonaro (2003-2020)", *Sociedade & Estado*, vol. 36, n. 1, p. 195-216. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/se/a/GqvHyvFSkFSNyJf7K7V-9jkk/>. Acesso em: 18/08/2021.

PINHO, Carlos E. S. (2021b), "From a Regulated Order to the Deregulation of Labor Relations in Brazil", *Paper prepared for presentation at the IV ISA Forum of Sociology (Virtual) - Challenges of the 21st Century: Democracy, Environment, Inequalities, Intersectionality* (Porto Alegre, Brazil – February 23-28, 2021).

PINHO, Carlos E. S. (2019), *Planejamento Estratégico Governamental no Brasil: Autoritarismo e Democracia (1930-2016)*. Curitiba: Editora Appris.

POLANYI, Karl. (2000), *A grande transformação: as origens da nossa época*. Rio de Janeiro: Campus.

PRZEWORSKI, Adam. (2020), *Crises da democracia*. Rio de Janeiro: Zahar.

SANTOS, Wanderley G. dos. (2006), *Horizonte do desejo. Instabilidade, fracasso coletivo e inércia social*. Rio de Janeiro. Editora FGV.

SÁTYRO, Natália. (2021), Desigualdade: crônica de uma morte trágica anunciada. In Leonardo Avritzer; Fábio Kerche; Marjorie Marona (Orgs.), *Governo Bolsonaro: retrocesso democrático e degradação política*. Belo Horizonte: Autêntica (p. 317-326).

SENADO FEDERAL. (2021a), Bolsonaro veta projeto que facilitaria tratamento oral contra câncer, 27/07/2021. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/07/27/bolsonaro-veta-projeto-que-facilitaria-tratamento-oral-contra-cancer>. Acesso em: 22/08/2021.

SENADO FEDERAL. (2021b), Bolsonaro edita MP que recria Ministério do Trabalho, 28/07/2021. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/07/28/bolsonaro-edita-mp-que-recria-ministerio-do-trabalho>. Acesso em: 14/09/2021.

SENADO FEDERAL. (2021c), Senado derruba MP com minirreforma trabalhista. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/09/01/senado-derruba-mp-com-minirreforma-trabalhista>. Acesso em: 14/09/2021.

SINDISPREV/RJ. (2021), Desmonte do INSS é amostra do que Bolsonaro quer para o

serviço público: sucateamento e destruição, 25/05/2021. Disponível em: <http://sinds-prevrj.org/desmonte-do-inss-e-amostra-do-que-bolsonaro-quer-para-o-servico-publico-sucateamento-e-destruicao/>. Acesso em: 14/09/2021.

SINGER, André; ARAÚJO, Cícero e BELINELLI, Leonardo. (2021), *Estado e democracia: uma introdução ao estudo da política*. Rio de Janeiro: Zahar.

SLOBODIAN, Quinn. (2018), *Globalists: the end of empire and the birth of neoliberalism*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

STREECK, Wolfgang. (2019), "O retorno dos reprimidos como início do fim do capitalismo neoliberal". In: Arjun Appadurai (et al.). *A grande regressão: um debate internacional sobre os novos populismos e como enfrentá-los*. São Paulo: Estação Liberdade.

TATAGIBA, Luciana. (2021), "Desdemocratização, ascensão da extrema direita e repertórios de ação coletiva". In: Leonardo Avritzer; Fábio Kerche; Marjorie Marona (Orgs.), *Governo Bolsonaro: retrocesso democrático e degradação política*. Belo Horizonte: Autêntica (p. 441-452).

TAVARES, Francisco e SILVA, Gustavo. (2020), "A Ciência Política Brasileira Diante do Novo Regime Fiscal: Para uma Agenda de Pesquisas sobre Democracia e Austeridade", *DADOS – Revista de Ciências Sociais*, vol.63, no.2. Disponível em: [https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0011-52582020000200203](https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0011-52582020000200203). Acesso em: 05/08/2020. Acesso em: 09/06/2021. Acesso em: 14/09/2021.

TEITELBAUM, Benjamin R. (2020), *Guerra pela eternidade: o retorno do Tradicionalismo e a ascensão da direita populista*. Campinas: SP: Editora da Unicamp.

UOL. (2021), Trabalho sem férias, 13º e FGTS: o que a nova reforma muda para alguns, 22/08/2021. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/08/22/nova-reforma-trabalhista-fgts-13-ferias.htm>. Acesso em: 22/08/2021.

UMA PONTE PARA O FUTURO. (2015), Fundação Ulisses Guimarães, PMDB, 29 out. Disponível em: [http://pmdb.org.br/wp-content/uploads/2015/10/RELEASE-TEMER\\_A4-28.10.15-Online.pdf](http://pmdb.org.br/wp-content/uploads/2015/10/RELEASE-TEMER_A4-28.10.15-Online.pdf). Acesso em: 26/09/2021.

URBINATI, Nadia. (2019), *Me the people. How populism transforms democracy*. Cambridge, London: Harvard University Press.

VALOR ECONÔMICO. (2019), Nós temos é que desconstruir muita coisa, diz Bolsonaro durante jantar, 18/03/2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/03/18/nos-temos-e-que-desconstruir-muita-coisa-diz-bolsonaro-durante-jantar.ghtml>. Acesso em: 13/09/2021.

VASQUEZ, Daniel. A. (2014), "Mecanismos institucionais de regulação federal e seus resultados nas políticas de educação e saúde". *Dados*, 57 (4), p. 969-1005.

WILLIAMSON, J. (1994), *The Political Economy of Policy Reform*. Washington: IIE.

# 14

## O Subfinanciamento do Estado Brasileiro e os Processos de Privatização e Financeirização dos Serviços Públicos

*Luiz Alberto Marques Vieira Filho<sup>1</sup>*

### Resumo<sup>2</sup>

O objetivo deste capítulo é mostrar que o setor público brasileiro é subfinanciando quando comparado às experiências internacionais com os melhores serviços públicos. As medidas legislativas que buscam reduzir a expansão do gasto público no Brasil partem de uma análise equivocada da dinâmica econômica mundial. O crescimento do gasto público acima da renda é compartilhado por uma grande quantidade

de países, mesmo entre as economias mais dinâmicas, não constituindo uma idiosincrasia brasileira como postulado pelos defensores da Emenda Constitucional 95. Ademais, o subfinanciamento do Estado tem permitido a privatização e financeirização desses serviços públicos que a Constituição Federal estabelece com direitos do cidadão, com um processo de oligopolização em progresso.

---

1 Doutorando em Economia no IE-Unicamp e mestre em Desenvolvimento Econômico pelo IE-Unicamp. É delegado de Finanças Públicas do Unacon Sindical. AFFC do Tesouro Nacional.

2 “As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor, não expressando necessariamente a opinião da Secretaria do Tesouro Nacional”

## 1. Introdução

O debate público sobre economia no Brasil tem apontado a “gastança” do Governo Federal como a causa principal da crise econômica vivida pelo país desde 2015, da qual até hoje não se recuperou. Grande mídia, economistas liberais, alguns desenvolvimentistas e o senso comum defendem que a expansão dos gastos públicos é a origem desta crise.

Esse diagnóstico deu origem à Emenda Constitucional 95/2016, que congelou os gastos públicos em termos reais por 20 anos, uma regra draconiana sem paralelos no mundo e em desarmonia com a nova geração de regras fiscais defendidas inclusive por órgãos fiscalistas como o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Nesse contexto, o objetivo deste texto é questionar tal visão, mostrando que a expansão dos gastos públicos em relação ao PIB não é uma exclusividade brasileira, uma vez que ocorreu em países marcados pelo alto dinamismo econômico e por países desenvolvidos com um Estado de Bem-Estar Social plenamente constituído ao longo do Pós-Guerra. Mais grave, as regras fiscais impostas por esse diagnóstico impedem que a sociedade expresse seu desejo de obter serviços públicos de qualidade, os quais, como será aqui demonstrado, estão cronicamente subfinanciados no Brasil.

O subfinanciamento do gasto público no Brasil resulta num amplo processo de privatização de bens e serviços, que a Constituição Federal garante como direito do cidadão e obrigação do Estado, tais como saúde e educação. É possível perceber que, em conjunto, as principais empresas negociadas em bolsa nestes setores já possuem receitas operacionais líquidas substanciais e de magnitudes semelhantes àquelas que o setor público federal possui para atender um universo de cidadãos muito mais vasto. Esse processo não é uniforme, atin-

gindo de forma mais intensa o setor da saúde do que educação, uma vez que as camadas de maior poder aquisitivo acessam tradicionalmente os serviços de saúde privados, enquanto parcela significativa ainda prefere a educação superior pública, o que oferece evidência relevante sobre a importância do desmonte do Estado para a expansão dos serviços privados sobre atividades que constitucionalmente deveriam ser de atribuição pública.

O processo de privatização e financeirização não se restringe à oferta privada de serviços tipicamente públicos, mas também abarca um poderoso mecanismo de acesso aos mercados financeiros, o que permite uma valorização de ativos acima do seu capital empregado na atividade e uma capitalização em patamares inexistentes aos capitalistas individuais. Está em marcha um processo de concentração e centralização de capitais que engendra a oligopolização privada, com agressivas fusões e aquisições de concorrentes.

Assim, esse ensaio possui três seções além desta introdução e das considerações finais. A primeira procura mostrar que a expansão dos gastos públicos em relação ao PIB é recorrente em todo o mundo. A segunda seção mostrará o subfinanciamento da educação e da saúde no Brasil, tanto em relação aos países desenvolvidos como em comparação a alguns países latino-americanos. Já a terceira seção mostrará como a privatização e a financeirização permeiam a oferta de serviços privados em saúde e educação.

## 2. Aumento dos Gastos Públicos: uma jabuticaba brasileira?

Barbosa Filho e Pessoa (2014) mostram que houve uma redução da produtividade total de fatores (PTF) durante o Governo Dilma, com reduções na produtividade do capital e do trabalho. Segundo os autores, a redução na produtividade do capital teria sido decorrente do maior intervencionismo



do Governo Dilma. O aumento da intervenção teria sido decorrência ideológica de uma nova intervenção na economia que se consubstanciaria através de maiores intervenções no câmbio, maior tolerância com a inflação, utilização de artifícios para atingir os resultados fiscais, controle de preços administrados para reduzir a inflação, redução artificial das taxas de juros, expansão do papel do BNDES, desonerações seletivas e outras medidas intervencionistas.

No entanto, tal diagnóstico parece carecer de substância empírica em muitos aspectos. As maiores intervenções no mercado cambial ocorreram entre 2006 e 2011, período de maior dinamismo econômico, enquanto entre 2012 e 2014 houve uma ligeira redução das reservas internacionais. Segundo dados do Banco Central, as reservas internacionais se elevaram de US\$ 53,8 bilhões para US\$ 378,6 bilhões em 2012, mas caíram ligeiramente para US\$ 374,1 bilhões em 2014, o que contraria as afirmações de Barbosa Filho e Pessoa (2014).

Por sua vez, Almeida Júnior, Lisboa e Pessoa (2015) consideram que a crise brasileira de 2015/16 teria sido decorrência da crise fiscal e que esta teria sido causada não apenas pelo descontrole do gasto público após 2009, mas pela tendência estrutural de crescimento dos gastos públicos que se observa, segundo dados dos autores, desde 1991.

Os trabalhos de Barbosa Filho e Pessoa (2014) e de Almeida Júnior, Lisboa e Pessoa (2015) inspiraram a adoção da Emenda Constitucional 95/16, que congelou os gastos públicos em termos reais por 20 anos, uma regra fiscal com limitações à política fiscal sem paralelo no mundo. A inflexibilidade da EC 95 torna-se ainda mais anacrônica quando à luz da geração de regras fiscais adotadas desde a crise financeira de 2008, que privilegiam a flexibilidade para ajustar o nível de atividade ao ciclo econômico e os ajustes fiscais no médio e longo prazo (Gobetti, 2014).

Já Dweck e Teixeira (2018) analisam a política fiscal do 1º Governo Dilma (2011-2015). Em sua análise, esses autores consideram que houve inflexões importantes na política fiscal em decorrência da mudança no cenário fiscal e macroeconômico. Nesse sentido, o arcabouço fiscal herdado do Governo FHC teria passado a atuar de maneira a acirrar os conflitos distributivos dentro do orçamento e, posteriormente, atuando de forma pró-cíclica. Dweck e Teixeira (2018) fazem uma análise que vai além das receitas, despesas e evolução da dívida pública, incluindo a atuação das empresas estatais, bancos público, aportes financeiros e subsídios e desonerações pelo setor público.

Em relação ao resultado primário, os autores em tela apontam que a redução no patamar de resultado primário durante o Governo Dilma esteve mais impactada pelo comportamento das receitas primárias do que pelas despesas, que inclusive passaram a crescer mais lentamente, o que refuta a tese da "gastança" durante o governo da petista. Além disso, mostram que o comportamento da dívida pública bruta e líquida está relacionado com a redução do superávit primário, embora caiba frisar que a dívida líquida passou a crescer apenas em 2015 com a forte recessão daquele ano, duramente impactado pelo aumento nos juros e swaps cambiais e forte queda no crescimento PIB.

Além disso, como se sabe, os bancos públicos possuem papel relevante na oferta de crédito de longo prazo, utilizando-se de poupança compulsória de recursos do FAT, FGTS e fundos constitucionais. No entanto, o "funding" se mostrou insuficiente para ampliar a oferta de crédito quando o total de investimentos se aproximou de 20% do PIB, o que exigiu que o Tesouro Nacional realizasse empréstimos aos bancos públicos, com destaque para o BNDES. Neste sentido, os autores apontam semelhanças entre esses aportes e o *Quantitative Easing*, mas com a vantagem de gerarem inves-

timentos produtivos e não apenas recursos para a esfera financeira. Apesar disso, a expansão dos desembolsos do BNDES se expandiu mais fortemente no período 2007-2010, enquanto a expansão entre 2011 e 2014 foi modesta.

Apesar das preocupações de Barbosa Filho e Pessoa (2014) e de Almeida Júnior, Lisboa e Pessoa (2015) com o aumento dos gastos públicos ao longo do tempo, a literatura econômica internacional dentro do próprio *mainstream* mostra que esse fenômeno não é uma exceção, sendo comum o crescimento dos gastos públicos conforme a renda per capita aumenta. Wagner (1890) postulou que existe uma tendência ao crescimento do gasto público, o que implica maior participação proporcional dos bens públicos conforme aumenta a renda, o que ficou conhecido como lei de Wagner, ou lei dos dispêndios públicos crescentes.

Desde o século XX, diversos trabalhos empíricos buscaram testar a validade da lei de Wagner. Ram (1987) encontrou evidências da validade da hipótese de Wagner em 60% de sua amostra em séries temporais para o período de 1950-80, já as análises *cross-section* não obtiveram evidências estatísticas para nenhum dos subgrupos e para o total da amostra, embora o autor aponte as dificuldades de compatibilidade das estatísticas nacionais para esse tipo de mensuração e a insuficiência da amostra para o período. Anteriormente, uma série de trabalhos empíricos observaram a aplicação da lei de Wagner (Martin & Lewis, 1956) (Oshima, 1957) (Williamson, 1961) (Gandhi, 1970). No Brasil, diversos estudos buscaram verificar a validade da lei dos dispêndios públicos crescentes (Silva & Siqueira, 2014) (Cândido Júnior, 2001) (Bender Filho, 2019).

Neste texto, procuramos realizar uma comparação internacional para mostrar que a lei de Wagner não é uma idiossincrasia brasileira. Uma das dificuldades das comparações internacionais é a não-uni-

formidade das bases de dados. Pires, Orair e Gobetti (2021) mostram os problemas da aplicação dos dados estatísticos do Monitor Fiscal do FMI para o caso brasileiro. Essa base de dados inclui as despesas com o FGTS (incluindo saques dos cotistas) e PIS/PASEP como despesas públicas, ou seja, fundos privados de interesse público são registrados como despesas estatais. Ademais, os dados previdenciários são registrados com contribuições patronais do Estado, que constituem ao mesmo tempo despesa e receita do próprio Estado. Os dados do Monitor Fiscal objetivam analisar as mudanças na situação patrimonial do Estado, por isso não incluem os investimentos líquidos. Desta forma, gastos públicos que afetam diretamente a vida dos cidadãos não são incluídos como investimentos em infraestrutura (rodovias, ferrovias, saneamento básico etc), novos hospitais, UPAS e escolas.

Pires, Orair e Gobetti (2021) realizaram um ajuste nesses dados para analisar a expansão dos gastos públicos nessa série iniciada em 2010. Os ajustes resultam numa redução substancial da expansão dos gastos públicos brasileiros no período 2010-2019, caindo dos 6,23 p.p. do Monitor Fiscal e STN para 4,34 p.p., e excluindo as despesas com juros a expansão seria de apenas 4,04 p.p.

A utilização dos dados do Monitor Fiscal para comparação internacional enfrenta outra dificuldade: como os dados são compilados das estatísticas nacionais produzidas pelos próprios Estados nacionais, há divergências metodológicas entre eles, que possuem defasagens na aplicação dos manuais mais recentes de estatísticas fiscais recomendados pelo FMI. Nesse sentido, o Brasil adota o Manual de Finanças Públicas do Fundo Monetário Internacional - FMI (Government Finance Statistics Manual 2014 - GFSM 2014) desde 2015 com dados a partir de 2010, o que dificulta a utilização desses dados para períodos an-

teriores devido a uma série de mudanças metodológicas havidas ao longo do tempo. Atualmente, a Secretaria do Tesouro Nacional realiza um trabalho para compatibilizar as metodologias e ampliar a série histórica, contudo este trabalho ainda não foi finalizado. Por isso, opta-se aqui nesse texto pelos dados apresentados pelo World Economic Outlook do próprio FMI, mas com dados elaborados pelo próprio Fundo e com metodologia própria, o que não inibe eventuais críticas, especialmente a incompletude dos dados de entes subnacionais.

Em nosso trabalho, portanto, realiza-se uma comparação internacional a partir de 3 grupos: i) países latino-americanos, ii) BRICs e grandes países em desenvolvimento, e iii) países desenvolvidos. O objetivo é mostrar que apesar da lei de Wagner não poder ser considerada propriamente uma lei científica, no sentido de sua ine-

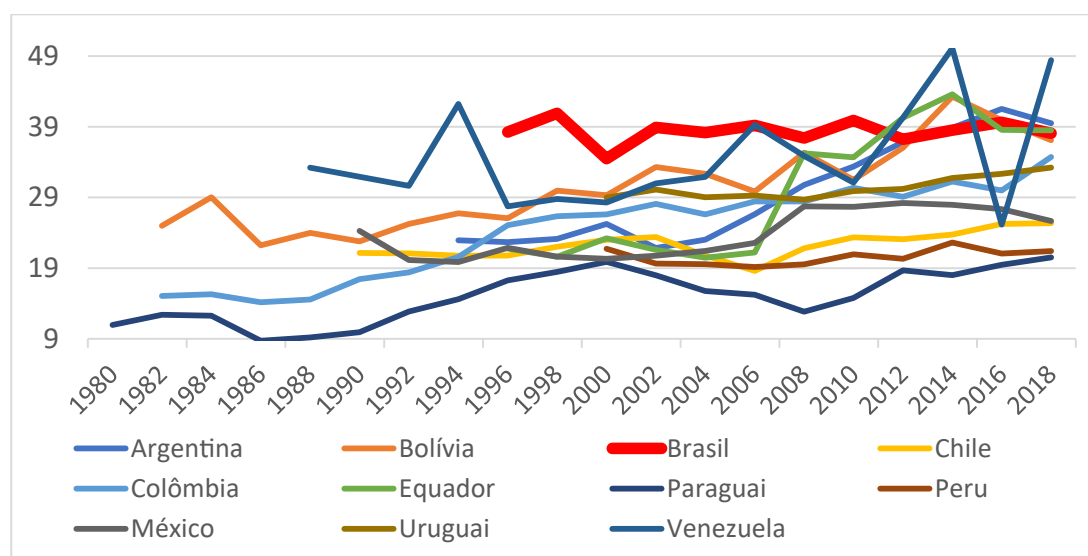
xorabilidade, a expansão dos gastos públicos como proporção da renda produzida é comum na economia mundial, incluindo economias periféricas altamente dinâmicas como a chinesa e a indiana. Assim, as preocupações de Barbosa Filho e Pessoa (2014) e de Almeida Júnior, Lisboa e Pessoa (2015) perdem o seu caráter de apontar um processo idiossincrático da economia brasileira, que necessariamente teria levado à redução de seu dinamismo e explicado a profunda recessão do biênio 2015/16, da qual até hoje o Brasil não se recuperou completamente. No período 1996/2018, houve inclusive uma redução de 0,161 p.p. dos gastos públicos totais em relação ao PIB., enquanto no período até 2014 o aumento do gasto público total foi bastante limitado (0,268 p.p.).

**Tabela 1: Variação do gasto público (% PIB)**

	Mais Antigo até 2018	1996-2018	1996-2014
<b>Argentina (1993)</b>	17,473	16,803	16,166
<b>Bolívia (1981)</b>	-9,608	11,047	17,209
<b>Brasil (1996)</b>	-0,161	-0,161	0,268
<b>Chile (1990)</b>	16,948	4,58	2,972
<b>Colômbia (1982)</b>	19,669	9,654	6,192
<b>Equador (1995)</b>	17,492	16,743	21,837
<b>Paraguai (1980)</b>	9,56	3,245	0,738
<b>Peru (2000)</b>	-0,315		
<b>México (1990)</b>	1,403	3,785	6,079
<b>Uruguai (1999)</b>	3,525		
<b>Venezuela (1988)</b>	15,211	20,691	22,389

Fonte: World Economic Outlook – FMI (2021) Elaboração Própria

**Gráfico 1: Gasto público (% PIB)**



Fonte: FMI (World Economic Outlook, 2021) Elaboração Própria

Os países latino-americanos apresentaram elevação da proporção dos gastos públicos totais em todos os casos analisados no período 1996/2014, enquanto o Brasil foi o único país que reduziu (embora ligeiramente) os gastos no período 1996/2018 (Tabela 1 e Gráfico 1: Gasto público (% PIB)). Para todo o período com dados disponíveis, a Bolívia apresenta uma queda de 9,6 p.p. nos gastos públicos desde 1981, mas que se deve sobretudo aos elevados gastos do exercício de 1981 (46,7% do PIB) e que foram substancialmente maiores do que a média dos anos 80 (27,24% do PIB). Outra exceção é o Peru, com uma pequena queda de 0,315 p.p. no período 2000/2018.

Em relação aos BRICs e aos grandes países emergentes selecionados, o aumento da proporção do gasto público em relação ao PIB também é comum, mesmo nos países com alto dinamismo econômico como a China, Coreia do Sul e Índia (Tabela 2: Va-

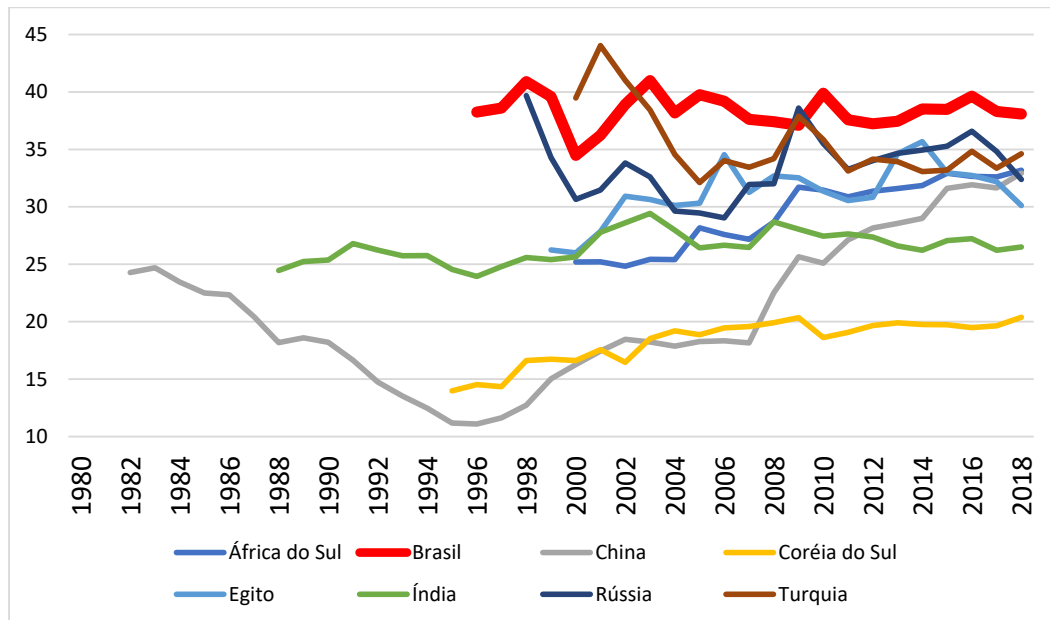
riação do gasto público (% PIB) e Gráfico 2). Os casos da Coreia e da China mostram um substancial aumento do gasto público, especialmente no caso da China que se ampliou 21,82 p.p. entre 1996 e 2018, mas que ganhou grande impulso após a crise financeira internacional de 2008 e a tentativa de mudar o eixo do desenvolvimento das exportações para a ampliação do mercado interno. Cabe ressaltar que a China registrou um período de redução do gasto público na economia até 1996 após as reformas de Deng Xiaoping, mas tal movimento foi revertido naquele ano e, desde então, o crescimento da economia foi extraordinário. Nesse grupo de países, as reduções do gasto público em relação do PIB podem ser observadas na Rússia e na Turquia, sendo importante observar que a Rússia, quando tem início a sua série em 1998, ainda estava vivendo o processo de desmonte do Estado soviético.

**Tabela 2:Variação do gasto público (% PIB)**

	Mais Antigo até 2018	1996-2018	1996-2014
África do Sul (2000)	7,985		
Brasil (1996)	-0,161	-0,161	0,268
China (1982)	8,651	21,832	17,898
Coréia do Sul (1995)	6,402	5,857	5,232
Egito (1999)	3,856		
Índia (1988)	2,052	2,565	2,276
Rússia (1998)	-7,301		
Turquia (2000)	-4,861		

Fonte: FMI (World Economic Outlook, 2021). Elaboração Própria

**Gráfico 2: Gasto público (% PIB)**



Fonte: FMI (World Economic Outlook, 2021). Elaboração Própria

Os países desenvolvidos selecionados também apresentaram, em sua maioria, expansão da proporção dos gastos públicos em relação à renda, incluindo os EUA, país identificado com a retórica liberal e com um frágil sistema de proteção social (Tabela 3: Variação do gasto público (% PIB) e Gráfico 3). Até mesmo o Reino Unido, mesmo tendo passado pelo desmonte do Estado de bem-estar social durante o governo de Margaret Thatcher (1979-1990), reverteu praticamente toda a redução do Estado do período neoliberal. As exceções foram

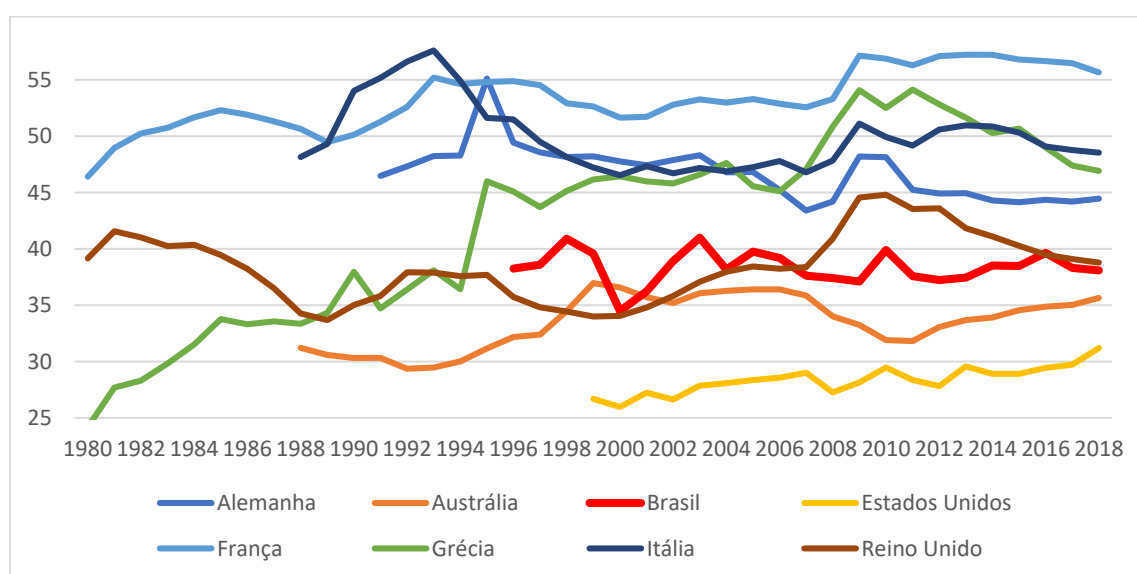
a Alemanha, que teve os gastos públicos inflados no início da série pelas despesas decorrentes do processo de reunificação, e a Itália, que é caracterizada pela elevada volatilidade dos gastos públicos, que se expandiram fortemente no início dos anos 90, ano no qual começa a série brasileira e que serviu de base de comparação. Ainda assim, a Itália registrou despesas públicas substanciais, acima de 50% do PIB até 2015, quando passaram a registrar apenas um ligeiro declínio.

**Tabela 3: Variação do gasto público (% PIB)**

	Mais Antigo até 2018	1996-2018	1996-2014
<b>Alemanha (1991)</b>	-2,01	-4,961	-5,116
<b>Austrália (1988)</b>	4,431	3,469	1,742
<b>Brasil (1996)</b>	-0,161	-0,161	0,268
<b>Estados Unidos (1999)</b>	4,513	31,199	28,906
<b>França (1980)</b>	9,258	0,782	2,333
<b>Grécia (1980)</b>	22,741	1,836	5,19
<b>Itália (1988)</b>	0,385	-2,948	-0,633
<b>Reino Unido (1980)</b>	-0,375	3,058	5,372

Fonte: FMI (World Economic Outlook, 2021). Elaboração Própria

**Gráfico 3: Gasto público (% PIB)**



Fonte: FMI (World Economic Outlook, 2021). Elaboração Própria

Tudo somado, constata-se que o ponto central desta seção foi mostrar que a expansão dos gastos públicos em relação ao PIB é comum a diversos grupos de países, variando conforme as estruturas sociais e ideologias dominantes em cada sociedade e momento histórico. Se a expansão constante e substancial de gastos públicos em países como China, Índia e Coréia do Sul não levou ao colapso do desenvolvimento econômico, é impossível não perceber o caráter provinciano e insuficiente das análises de Barbosa Filho e Pessoa (2014) e de Almeida Júnior, Lisboa e Pessoa (2015) que transformaram uma constatação banal e comum a inúmeros países do mundo, em

problema peculiar da economia brasileira, mas sem apresentar um arcabouço conceitual consistente que explicaria uma suposta condição única.

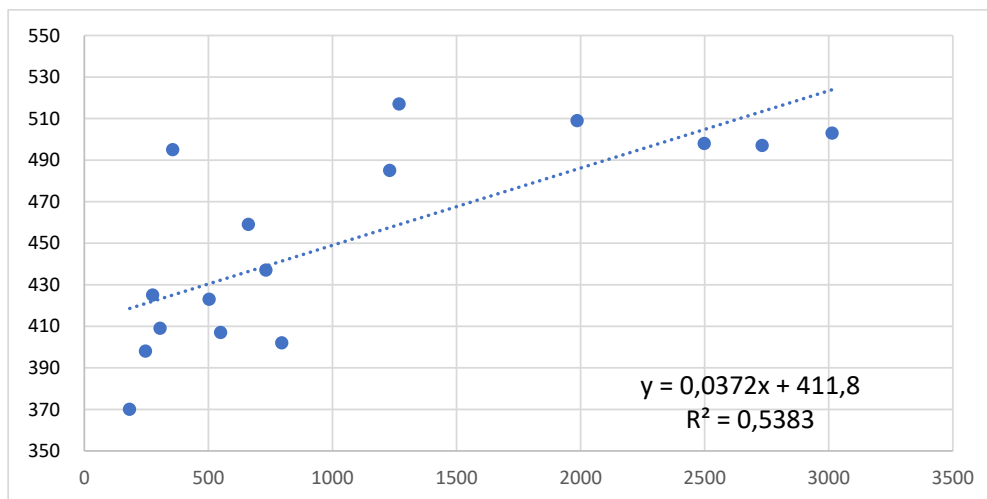
Conforme apontam Dweck e Rossi (2016), a EC 95 implica uma brutal redução da proporção do gasto público em relação ao PIB, o que implicará redução dos recursos aplicados em saúde e educação. Na próxima seção, mostraremos a gravidade dessa perspectiva, uma vez que tais setores possuem um enorme subfinanciamento em relação aos melhores serviços públicos prestados no mundo.

### 3. O Subfinanciamento do Estado no Brasil

O senso comum considera que se paga impostos demais por serviços públicos de péssima qualidade no Brasil, o que é reforçado pela grande mídia e trabalhos de “*think tanks*” como Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT, 2013). De modo geral, utiliza-se a proporção do gasto público e da carga tributária em relação ao PIB para se afirmar sobre o “excesso” de impostos e a suposta ineficiência dos gastos públi-

cos, como se 40% do PIB da Alemanha e do Mali pudessem prover a mesma quantidade e qualidade de serviços públicos, independentemente do tamanho do PIB e da população que esses recursos mobilizam. Na verdade, as relações entre gastos com o PIB são muito mais medidas de esforços do que de recursos disponíveis. É como se uma pessoa sedentária pudesse obter o mesmo rendimento de um campeão olímpico de maratona caso ambos se esforcem na mesma medida durante uma prova.

**Gráfico 4: Eixo Y = Nota Pisa em Leitura em 2015; Eixo X = Gasto per capita em educação**



Fonte: A partir de dados da OCDE e Banco Mundial

No entanto, conforme gráfico de dispersão abaixo, as notas dos alunos no Exame Pisa da OCDE em leitura de 2015 possuem importante correlação com os gastos per capita em educação (0,73), o que oferece indícios de que é importante a quantidade investida em educação em cada cidadão, embora tal análise precise ser aprofundada com mais variáveis e maior amostra. Para este exercício, no entanto, foram selecionados os seguintes países e separados em 3 Blocos: i) Latino-americanos (Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru, México, Uruguai); ii) grandes emergentes (Coréia do Sul e Rússia); e iii) países desenvolvidos (Alemanha, Austrália, Estados Unidos, Itália e Reino Unido).

Nesse ponto, começa a se desnudar o ca-

ráter pernicioso da Emenda Constitucional 95, uma vez que os gastos públicos ficarão congelados em termos reais por 20 anos, impedindo que ele se acomode nos patamares necessários para prover a qualidade oferecida pelos países desenvolvidos, independentemente do crescimento da economia e da maior oferta de recursos na sociedade brasileira. Dweck e Rossi (2016) projetam que a EC 95 provocará a redução dos gastos em saúde e educação federais de 4% do PIB para 2,7% em 20 anos. Contudo, mesmo essa perspectiva sombria é improvável, pois os gastos primários chegarão a apenas 12,3% do PIB, dos quais 8,5% em previdência, ou seja, haverá profundos problemas no funcionamento das atividades mais essenciais da máquina pública.

**Tabela 4: Gastos per capita em Educação - US\$ correntes**

	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
<b>América Latina</b>					
<b>Argentina</b>	661,32	796,47	709,28	798,20	-
<b>Bolívia</b>	-	-	-	-	-
<b>Brasil</b>	720,51	550,09	549,96	627,54	-
<b>Chile</b>	694,08	661,78	734,72	812,88	-
<b>Colômbia</b>	375,65	276,09	262,85	289,22	299,41
<b>Equador</b>	335,50	306,14	-	-	-
<b>Paraguai</b>	-	-	182,90	-	-
<b>Peru</b>	246,63	247,25	236,61	263,81	258,43
<b>México</b>	574,93	503,45	429,31	420,07	-
<b>Uruguai</b>	-	-	732,29	838,44	872,12
<b>Venezuela</b>	-	-	-	-	-
<b>BRICS e grandes emergentes</b>					
<b>Africa do Sul</b>	-	341,57	313,36	374,88	392,58
<b>China</b>	-	-	-	-	-
<b>Coréia do Sul</b>	-	-	1.269,12	-	-
<b>Egito</b>	-	-	-	-	-
<b>Índia</b>	-	-	-	-	-
<b>Rússia</b>	565,78	357,06	327,34	502,77	-
<b>Turquia</b>	-	-	-	-	-
<b>Países Desenvolvidos</b>					
<b>Alemanha</b>	2.369,04	1.986,54	2.038,10	2.185,37	-
<b>Austrália</b>	3.228,54	3.014,45	2.636,87	2.768,53	-
<b>Estados Unidos</b>	2.732,17	-	-	-	-
<b>França</b>	-	-	-	-	-
<b>Grécia</b>	-	-	-	-	-
<b>Itália</b>	1.442,50	1.231,47	1.180,59	1.310,83	-
<b>Reino Unido</b>	2.655,36	2.498,87	2.228,43	2.196,50	-

Fonte: Banco Mundial. Elaboração Própria



**Tabela 5: Gastos per capita em Saúde - US\$ correntes**

	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
<b>América Latina</b>					
<b>Argentina</b>	841,49	1.021,71	716,47	966,73	692,62
<b>Bolívia</b>	113,80	130,74	136,28	149,04	159,13
<b>Brasil</b>	448,04	335,49	344,28	391,70	353,54
<b>Chile</b>	546,77	541,16	581,74	685,52	740,01
<b>Colômbia</b>	410,50	329,11	310,95	347,85	367,50
<b>Equador</b>	283,69	259,75	256,74	271,01	268,42
<b>Paraguai</b>	193,44	170,89	167,62	171,88	175,21
<b>Peru</b>	203,39	195,65	199,89	215,52	231,10
<b>México</b>	327,45	295,61	257,14	263,78	260,17
<b>Uruguai</b>	1.005,59	962,12	1.014,14	1.152,57	1.160,21
<b>Venezuela</b>	240,93	300,48	238,95	314,00	122,94
<b>BRICS e grandes emergentes</b>					
<b>Africa do Sul</b>	273,82	251,70	229,70	266,67	284,28
<b>China</b>	209,89	234,77	229,71	247,81	282,68
<b>Coréia do Sul</b>	1.088,55	1.100,48	1.170,25	1.308,08	1.486,45
<b>Egito</b>	49,41	57,31	47,38	35,30	36,07
<b>Índia</b>	13,51	15,11	16,26	18,81	19,63
<b>Rússia</b>	455,77	292,45	264,76	330,93	362,10
<b>Turquia</b>	408,08	354,03	366,16	343,96	301,69
<b>Países Desenvolvidos</b>					
<b>Alemanha</b>	4.085,03	3.556,99	3.663,70	3.926,52	4.251,03
<b>Austrália</b>	3.774,33	3.315,09	3.410,27	3.654,97	3.747,03
<b>Estados Unidos</b>	4.530,34	4.811,91	4.977,19	5.130,77	5.355,79
<b>França</b>	3.526,99	3.046,71	3.099,93	3.243,37	3.441,17
<b>Grécia</b>	971,68	825,65	775,68	784,70	813,74
<b>Itália</b>	2.379,11	1.991,65	2.008,63	2.071,76	2.208,52
<b>Reino Unido</b>	3.794,27	3.584,39	3.268,36	3.162,26	3.392,09

Fonte: Banco Mundial. Elaboração Própria

**Tabela 6: Gastos per capita em saúde - US\$ PPP**

	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
<b>América Latina</b>					
<b>Argentina</b>	1.266,94	1.404,38	1.127,65	1.380,89	1.221,78
<b>Bolívia</b>	243,45	296,39	316,61	332,68	353,06
<b>Brasil</b>	605,07	601,93	606,22	620,87	637,92
<b>Chile</b>	849,23	904,50	967,91	1.105,45	1.172,17
<b>Colômbia</b>	688,95	746,37	755,22	791,46	827,44
<b>Equador</b>	510,89	484,84	475,44	501,63	496,42
<b>Paraguai</b>	364,10	373,21	387,20	392,50	409,29
<b>Peru</b>	382,87	406,58	431,78	442,30	480,03
<b>México</b>	541,01	562,68	552,64	552,21	533,74
<b>Uruguai</b>	1.258,74	1.312,56	1.438,14	1.512,27	1.582,86
<b>Venezuela</b>	359,75	448,48	356,64	468,67	183,50
<b>BRICS e grandes emergentes</b>					
<b>África do Sul</b>	557,61	579,09	574,54	584,84	610,43
<b>China</b>	368,86	422,43	441,10	474,79	527,60
<b>Coréia do Sul</b>	1.314,63	1.451,90	1.580,91	1.696,33	1.878,60
<b>Egito</b>	157,38	182,39	187,00	204,86	176,44
<b>Índia</b>	48,67	56,55	62,52	68,76	74,16
<b>Rússia</b>	832,35	755,51	728,77	793,16	884,90
<b>Turquia</b>	808,61	828,62	890,98	913,89	905,98
<b>Países Desenvolvidos</b>					
<b>Alemanha</b>	3.998,92	4.121,15	4.306,25	4.608,75	4.737,33
<b>Austrália</b>	2.882,71	2.993,52	3.164,14	3.253,36	3.456,63
<b>Estados Unidos</b>	4.530,34	4.811,91	4.977,19	5.130,77	5.355,79
<b>França</b>	3.287,49	3.396,49	3.589,87	3.745,96	3.852,32
<b>Grécia</b>	1.196,81	1.222,11	1.166,97	1.184,70	1.215,32
<b>Itália</b>	2.421,20	2.430,71	2.542,06	2.633,90	2.677,77
<b>Reino Unido</b>	3.301,47	3.388,59	3.464,85	3.555,26	3.631,16

Fonte: Banco Mundial. Elaboração Própria

Além disso, é importante termos claro que a educação e a saúde são subfinanciadas no Brasil, quando fazemos a comparação internacional em dólares nominais – ver Tabela 4, Tabela 5 e Tabela 6. No caso da educação, os valores em dólares correntes investidos estão abaixo de países como Argentina, Chile e Uruguai, embora sejam maiores do que Colômbia, Equador, Paraguai e México. Quando olhamos os melhores países em desempenho educacional, a diferença é gritante, o que aponta o longo caminho a ser percorrido para implantarmos um sistema educacional adequado. O gasto público per capita em educação no Brasil é menos da metade do investido pela Coreia do Sul e Itália e quase 1/3 em relação aos alemães e cerca de 1/4 dos EUA, que possui um insipiente sistema público de educação superior.

Em relação à saúde, o subfinanciamento é ainda mais grave, conforme dados das Tabela 5 e Tabela 6. O investimento público em saúde no Brasil é cerca da metade de países como Argentina, Chile e Uruguai, seja em dólares correntes como em paridade de poder de compra

(PPP). Quando comparamos com países desenvolvidos, o abismo, evidentemente, é maior. Em dólares correntes, o investimento per capita em saúde no Brasil é 15 vezes menor do que o ineficiente sistema público de saúde americano, 12 vezes menor do que o da Alemanha e quase 10 vezes menor que os sistemas franceses e ingleses. Mesmo em PPP, o Brasil investe per capita 8,39 menos do que os EUA, 7,42 vezes menos do que a Alemanha e quase 6 vezes menos do que França e Reino Unido.

Apesar do subfinanciamento em saúde e educação, não seria possível, como pensam muitos, um mero remanejamento nos gastos públicos do Estado para prover o adequado financiamento a essas áreas essenciais. Mesmo que o Brasil abra mão de investir em ciência e tecnologia, desenvolvimento regional, infraestrutura e outras áreas prioritárias, o gasto público total per capital é baixo em relação aos países que proveem os melhores serviços públicos, o que deixa pouco espaço para remanejamentos – ver Tabela 7: Gastos públicos per capita (US\$ mil).

**Tabela 7: Gastos públicos per capita (US\$ mil)**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>América Latina</b>					
<b>Argentina</b>	4,570332	5,267871	4,453553	5,032773	3,949398
<b>Bolívia</b>	1,235486	1,149707	1,01168	1,036739	1,032209
<b>Brasil</b>	3,956609	2,497272	2,683938	3,036933	2,796621
<b>Chile</b>	3,260138	3,09556	3,116003	3,43057	3,800268
<b>Colômbia</b>	2,361019	1,690037	1,607655	1,697324	2,010781
<b>Equador</b>	2,435407	2,046915	1,834	1,992422	2,232055
<b>Paraguai</b>	1,056084	0,999221	1,003411	1,042428	1,079911
<b>Peru</b>	1,470006	1,245286	1,161032	1,231624	1,360024
<b>México</b>	2,559783	2,260017	2,150025	2,288716	2,272957
<b>Uruguai</b>	4,789994	4,441479	4,45735	5,065248	5,323941
<b>Venezuela</b>	2,332421	2,078004	1,303689	0,695107	0,593096

BRICS e grandes emergentes					
África do Sul	1,773923	1,613597	1,505751	1,727031	1,845409
China	2,162671	2,329473	2,29095	2,453893	2,804528
Coréia do Sul	5,895211	5,821143	6,189413	6,900678	7,669176
Egito	0,858509	0,821979	0,74038	0,54066	0,533418
Índia	0,301383	0,318777	0,348367	0,393477	0,405967
Rússia	4,744065	2,952075	2,871435	3,577631	4,00285
Turquia	3,822127	3,504634	3,54018	3,315047	2,943413
Países Desenvolvidos					
Alemanha	21,55997	18,54018	19,17247	20,29066	22,14385
Austrália	20,90767	17,78688	18,10545	19,60248	20,12081
Estados Unidos	17,29204	17,96185	18,04628	18,4681	18,65449
França	23,78457	20,17227	20,34343	21,48986	23,00477
Grécia	10,03832	8,677873	8,973451	9,155052	9,710484
Itália	17,04244	14,4312	14,43746	14,9919	15,98774
Reino Unido	16,86523	16,0539	14,88532	14,80579	15,74489

Fonte: FMI. Elaboração Própria

Mesmo quando comparamos a países latino-americanos como Argentina, Chile e Uruguai, o gasto público per capita é substancialmente menor, embora seja ligeiramente maior do que o do México e bem maior do que os países andinos. Além disso, a diferença com os países desenvolvidos é enorme, assim como verificamos nos gastos com as áreas de saúde e educação.

#### 4. A Privatização e a Financeirização dos Serviços Públicos

O processo de subfinanciamento do Estado brasileiro permite a privatização e financeirização de serviços públicos que a Constituição Federal havia atribuído ao setor público como direito de todo cidadão brasileiro, notadamente saúde e educação. Mais recentemente, é possível verificar uma enorme expansão de conglomerados com ações negociadas em bolsas de valores nesses setores, onde a financeirização e o acesso a recursos dos mercados financeiros permitem a centralização e concentração de capitais em escala inédita na economia brasileira.

O processo de financeirização dos serviços públicos ocorre através da emissão de ações dessas empresas na Bolsa de Valores, o que permite a precificação dos seus ativos produtivos conforme as regras e a liquidez do mercado acionário. Conforme Hilferding (1985), a emissão de ações das sociedades anônimas transforma o capital produtivo em capital monetário. Enquanto um capitalista industrial se vincula permanentemente à empresa, com a única possibilidade de se desfazer desse vínculo através da venda de toda a empresa, o acionista é um capitalista monetário que pode dispor de seu capital a qualquer momento através da venda total ou apenas fracionária de sua participação.

Quando uma empresa emite ações, o capital acionário passa a ser mensurado conforme as perspectivas de evolução futura de lucros e juros, desvinculando-se do capital industrial originalmente investido. De modo geral, o valor acionário está acima do capital industrial investido, e esta diferença é denominada por Hilferding (1985) como sendo o "lucro de fundador". Por exemplo,

um capital investido de R\$ 1 bilhão, pode ser cotado nas bolsas de valores por R\$ 2 bilhões ou R\$ 3 bilhões, conforme as perspectivas de lucros e juros a futuro. Ademais, Hilferding (1985) afirma que as sociedades anônimas negociadas em bolsa possuem acesso privilegiado ao mercado bancário e de crédito, uma vez que seus riscos seriam menores do que para as empresas individuais.

No caso concreto brasileiro, a privatização e financeirização é mais avançada nos serviços de saúde, onde as classes altas e médias tradicionalmente utilizam os serviços do SUS apenas de maneira indireta através da formação de médicos de elite em faculdades e hospitais públicos de excelência, vacinação, vigilância sanitária, serviços médicos de alta complexidade ofertados de maneira incompleta ou de baixa qualidade pelos planos de saúde e a regulamentação dos serviços privados de saúde, especialmente os planos de saúde suplementar. Assim, as classes altas e médias já acessavam parte dos serviços de saúde de forma privada ou por meio dos planos de saúde.

No entanto, o processo de avanço do setor privado nos serviços de saúde avança sobre setores da classe média baixa e até mesmo nas classes baixas, seja por meio de planos de saúde populares, alguns contemplando apenas os serviços ambulatoriais, ou através de clínica populares ou serviços de descontos. Assim, embora esta parcela da população possa contar com algum conforto para acessar consultas e procedimentos laboratoriais de baixa complexidade, os serviços mais complexos e essenciais em momentos críticos da saúde não estarão disponíveis. Ou seja, o cidadão só perceberá a sua vulnerabilidade no acesso aos serviços médicos quando estiver realmente com a vida em risco.

Cabe ressaltar que o apoio do Estado é fundamental para a valorização privada das empresas de saúde, embora a maior parte

do apoio estatal fique oculto aos cidadãos. Parte das despesas privadas com saúde e planos privados são arcadas com a isenção do Imposto de Renda da Pessoa Física, a formação dos melhores médicos ocorre em universidades e hospitais públicos e muitos tratamentos complexos e de alto custo são financiados pelo SUS em hospitais de excelência, sem a contrapartida dos planos de saúde para o tratamento de seus beneficiários. A saúde privada também é beneficiada pelos programas de vacinação e por campanhas de saúde pública, como as antitabagistas, que reduzem os custos do setor.

A privatização dos serviços de saúde fica evidente quando analisamos o caso do “Cartão de Todos”, com mais de 4 milhões de famílias beneficiárias e foco nas classes C e D. A empresa oferece uma série de descontos em serviços de saúde através de uma mensalidade de R\$ 25 para toda a família do beneficiário. Os preços de consultas com clínicos custam R\$ 24 e a de especialistas R\$ 32, além de oferecer até 35% de descontos para medicamentos em farmácias conveniadas.

Na Bolsa de Valores de São Paulo, as principais empresas do setor de saúde incluem as mais diversas atividades como hospitais, planos de saúde, farmácias, laboratórios de análises clínicas e outras – ver Tabela 8. Estas empresas possuem valor de mercado conjunto de R\$ 351,1 bilhões e patrimônio líquido de R\$ 58,9 bilhões, o que mostra um expressivo lucro de fundador. Além disso, essas empresas possuem ativos de R\$ 144,6 bilhões – ver Tabela 9, mostrando a capacidade de atuação e de aquisição de concorrentes dessas empresas negociadas na bolsa.

**Tabela 8: Principais empresas do setor de saúde listadas na Bolsa**

Empresa	Atuação
Rede D Or ON	Rede D'Or é a maior rede de hospitais privados do Brasil, com 51 unidades próprias, um sob administração e 32 projetos em desenvolvimento nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Pernambuco, Bahia, Sergipe, Maranhão, Paraná e Ceará e no Distrito Federal. Em dezembro de 2020, realizou o 3º maior IPO da história do mercado de ações brasileiro, arrecadando R\$ 11,39 bilhões.
Hapvida ON	Maior operador de planos de saúde do norte e nordeste e o terceiro maior do País em beneficiários. É proprietária de 26 hospitais e prontos atendimentos, 75 clínicas e 84 laboratórios.
Intermedica ON	Possui 4,8 milhões de usuários em seus planos de saúde e odontológicos. É proprietária de 21 hospitais, 75 centros clínicos, 10 unidades de medicina preventiva e 20 prontos-socorros.
RaiaDrogasil PNA	Rede de farmácias com mais de 1800 lojas. Ainda é proprietária das marcas Needs, B-Well, Triss, Caretech, Nutrigood e Le Pop.
Hypera ON	Fabricante de medicamentos e cosméticos.É proprietária da Farmasa, da Neo Química,da Mantecorp. Também criou a joint-venture BIONOVIS S.A.
Qualicorp ON	Empresa de comercialização de planos de saúde com mais de 2,4 milhões de saúde. Também é proprietária do Clube da Saúde, com foco em planos de baixo custo, da Aliança, especializada no setor público e da Gama Saúde, com planos de saúde pós-pagos. Apenas a Gama Saúde possui 585 mil beneficiários,conforme o site da empresa
Fleury ON	Empresa de medicina diagnóstica. Realiza anualmente cerca de 70 milhões de exames de análises clínicas e 5 milhões de exames por imagem
Odontoprev ON	Maior empresa de planos odontológicos do Brasil com 7 milhões de clientes.
Mater Dei ON	Maior rede de Minas Gerais de hospitais.
Pague Menos ON	3ª maior rede de farmácias do Brasil com 1100 lojas e 820 unidades da Clinic Farma.
Dimed ON	É proprietária da rede de farmácias Pannel, da distribuidora de medicamentos Dimed e do laboratório Lifar. Foco de atuação na Região Sul.
Ihpardini ON	Laboratório de análises clínicas com 67 unidades próprias em Belo Horizonte/ MG e região metropolitana e 5 na cidade de São Paulo/SP, também presta serviços a outros 6 mil laboratórios independentes.
Profarma ON	Além da Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos, é proprietária da Drogaria Rosário (maior rede do Centro-Oeste), Drogasmil, Farmalife e Drogarias Tamoio

Fonte: Infomoney. Elaboração Própria

**Tabela 9: Maiores empresas de saúde listadas na bolsa (R\$ mil)**

Empresa	Valor de Mercado	Ativos	Patrimônio Líquido	Receita Operacional Líquida
Rede D Or ON	136.089.417	49.243.455	15.868.187	17.914.474
Hapvida ON	59.327.379	17.305.814	10.661.787	9.125.471
Intermedica ON	52.226.347	17.460.102	7.201.059	11.609.684
RaiaDrogasil PNA	40.775.445	14.018.263	4.665.461	22.135.510
Hypera ON	21.785.956	18.554.968	9.589.328	4.901.586
Qualicorp ON	8.207.725	4.430.221	1.689.505	2.079.887
Fleury ON	8.200.851	5.319.636	1.757.007	3.628.612
Odontoprev ON	6.822.322	2.020.126	1.087.065	1.783.325
Mater Dei ON	5.957.858	2.449.311	1.485.343	
Pague Menos ON	4.982.698	5.696.302	2.043.751	7.284.181
Dimed ON	3.212.349	2.141.926	1.024.745	3.031.688
Ihpardini ON	2.663.640	2.068.472	817.431	1.926.760
Profarma ON	826.398	3.944.597	1.088.960	5.890.895
Total	351.078.385	144.653.193	58.979.629	91.312.073

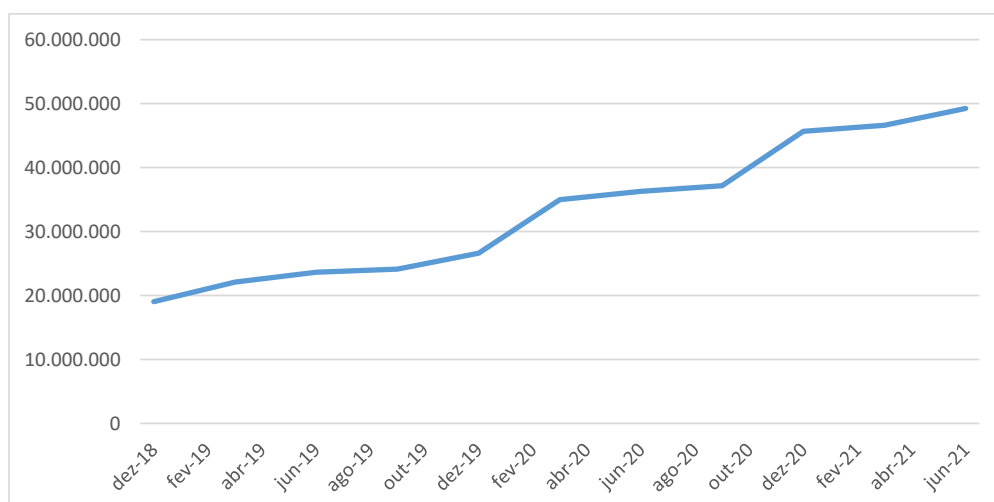
Fonte: Economática. Elaboração Própria

A receita operacional líquida das maiores empresas de saúde da Bovespa foi de R\$ 91,3 bilhões nos 12 meses encerrados em 30 de junho de 2021. As despesas pagas para a função “saúde” no orçamento federal de 2019, o último ano sem os efeitos da pandemia de covid-19, foram de R\$ 114,2 bilhões. Em 2020, em decorrência dos gastos com a pandemia, os valores pagos com a função “saúde” chegaram a R\$ 150,5 bilhões. Desta forma, as receitas das empresas do setor representaram 79,9% dos valores pagos pelo Governo Federal em 2019 e 60,7% em 2020, mesmo com os gastos

extraordinários da pandemia.

A maior empresa do setor de saúde listada na bolsa é a Rede D’Or São Luiz. A análise de seus balanços mostra uma rápida expansão dos ativos que passaram de R\$ 19,03 bilhões em 31 de dezembro de 2018 para R\$ 49,2 bilhões ao final de junho de 2021 – ver Gráfico 5. A expansão da empresa é ainda mais significativa quando verificamos o cenário de estagnação, seguido por profunda recessão, em 2020, que a economia brasileira registrou no período.

## Gráfico 5: Ativo Total Consolidado – Rede D´Or São Luiz- (R\$ milhares)



Fonte: Economática. Elaboração Própria

Além da capitalização através da oferta de ações na bolsa de valores, a expansão da Rede D´Or São Luiz é financiada através de empréstimos de longo prazo, que passaram de R\$ 9,01 bilhões ao final do exercício de 2018 para R\$ 17,05 bilhões no segundo trimestre de 2021, conforme dados da Economática.

Por sua vez, as empresas do setor de educação na Bovespa se concentram no ensino superior, conforme Tabela 10, embora existam aquelas que atuam no ensino fundamental e médio e escolas de idiomas.

É no ensino superior que a escala das empresas listadas em bolsa é mais relevante, enquanto o ensino médio é marcado por uma série de instituições confessionais e particulares tradicionais que operam apenas em âmbito local. No entanto, o ensino superior público de inquestionável qualidade é o destino preferencial dos alunos das classes altas e médias, o que limita o espaço de acumulação privada. Neste ponto, fica explícito como o desmonte da educação pública serve aos interesses privados de privatização e financeirização.

**Tabela 10: Orçamento Federal para a Função Saúde**

Ano	Função	Projeto de Lei	Dotação Inicial	Dotação Atual	Empenhado	Liquidado	Pago
2019	10 – Saúde	114.303.393.148	122.623.766.937	127.072.209.030	125.990.834.983	115.765.610.412	114.182.505.319
2020	10 – Saúde	115.599.849.841	128.368.328.172	187.514.367.435	164.687.976.201	152.857.679.807	150.462.970.240

Fonte: Painel do Orçamento Federal

A presença marcante do Estado na educação superior não permite que as empresas privadas do setor tenham o mesmo desempenho daquelas ligadas à saúde. Na

maioria delas, o lucro de fundador é inexistente ou insignificante, ou seja, o patrimônio líquido é muitas vezes superior ao valor de mercado – ver Tabela 11.



**Tabela 11: Principais empresas do setor de educação listadas na Bolsa**

Empresa	Atuação
Yduqs Part ON	Nova marca da Estácio Participações, a 2ª maior empresa de educação do Brasil. Em 2019, a Estácio tinha mais de 576 mil alunos matriculados.
Cogna ON ON	Antiga Kroton. Até 2019, a empresa possuía 158 unidades de Ensino Superior em 116 cidades brasileiras e 1.510 Polos de Ensino a Distância. Ainda oferece Ensino Preparatório através da LFG. É propriedade da UNOPAR, Anhaguera, Red Balloon e da Pitágoras.
Cruzeiro Edu ON	4º maior grupo privado de educação do país. Além da Universidade Cruzeiro do Sul, a companhia é proprietária da Unicid, a UDF, Módulo, Universidade Positivo e Braz Cubas. Em fevereiro de 2020, a empresa realizou sua Oferta Pública Inicial (IPO) (R\$ 1,23 bilhão).
Anima ON	Em agosto de 2019 registrava cerca de 115 mil alunos matriculados. É proprietária da Unimontes, Centro Universitário Una, UniBH, Universidade São Judas, Faculdade Politécnica de Uberlândia, Sociedade Educacional de Santa Catarina, de Joinville (SC), HSM, a HSM University, e a EBRADI (Escola Brasileira de Direito). Também possui os direitos da escola de culinária francesa La Cordon Bleu para o Brasil.
Ser Educa ON	Proprietária da Uninassau, Unama, Univeritas, Universidade de Guarulhos, entre outras. O Ser Educacional tem mais de 150 mil alunos matriculados em cerca de 60 unidades pelo País.
Bahema PN	Empresa originária do setor de comercialização de implementos agrícolas. Possui 10 escolas nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Pernambuco.

Fonte: Infomoney. Elaboração Própria

O Estado possui uma posição dúbia em relação às possibilidades da expansão privada na educação. Se por um lado, a oferta de vagas de qualidade em universidades públicas limita a expansão das empresas privadas, por outro lado, o sistema de financiamento público por meio do FIES (Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior) e do Prouni (Programa Universidade para Todos) constituem fator fundamental da lucratividade dessas empresas, enquanto o encolhimento desses programas é parte importante para explicar a baixa lucratividade e valor de mercado nos anos recentes. Ademais, o baixo desempenho do mercado formal de trabalho é um empecilho para que os alunos

dessas universidades possam arcar com as mensalidades por longos períodos ou com a assunção de dívidas.

No entanto, o processo de privatização e financeirização dos serviços ocorre de maneira avançada, englobando ativos de R\$ 58,1 bilhões e receita operacional líquida de R\$ 13,8 bilhões. Assim, as receitas operacionais dessas empresas representam 47,3% dos R\$ 29,1 bilhões pagos pelo Governo Federal na subfunção “educação superior”, conforme Tabela 13. O mais grave é que as despesas desta subfunção estão se reduzindo mesmo em valores nominais ao longo do tempo, como resultado nefasto da EC 95.

**Tabela 13: Orçamento Federal para a subfunção educação superior**

Ano	Subfunção	Projeto de Lei	Dotação Inicial	Dotação Atual	Empenhado	Liquidado	Pago
2019	364 - Ensino Superior	33.805.944.112	35.050.546.897	35.674.846.153	35.012.306.609	32.552.662.459	30.425.250.189
2020	364 - Ensino Superior	34.259.093.318	33.189.690.016	34.564.636.282	33.922.260.965	31.175.120.458	29.118.595.361

Fonte: Portal do Orçamento Federal

Além disso, o acesso ao mercado de capitais tem permitido que as maiores empresas do setor empreendam um relevante processo de concentração e centralização de capitais. Nesse sentido, o caso da Cogna (antiga Kroton) é ilustrativo da natureza desse processo. Em junho de 2007, os ativos totais da empresa chegaram a R\$ 119,25 milhões, enquanto em seu mais recente balanço esses valores estavam em R\$ 29,63 bilhões.

## 5. Considerações Finais

O Brasil adotou uma regra fiscal (EC 95) deletéria, que congelou os gastos públicos em termos reais por 20 anos a partir de 2016. O diagnóstico que a fundamentou apontara, erroneamente, que a crise econômica brasileira desde 2015 teria sido decorrência do aumento estrutural e explosivo dos gastos públicos desde a Constituição de 1988.

No entanto, como esse texto buscou demonstrar, a expansão dos gastos públicos em relação ao PIB está longe de ser uma idiosincrasia brasileira. Ao contrário, também esteve presente em países altamente dinâmicos economicamente como China, Índia e Coreia do Sul e, inclusive, em países desenvolvidos com estados de bem-estar social plenamente desenvolvidos.

A gravidade da EC 95 fica evidente quando verificamos o subfinanciamento de áreas essenciais como saúde e educação, o que ocorre com o Estado brasileiro como

um todo, situação decorrente do subdesenvolvimento e das diferenças de renda per capita com o mundo desenvolvido. Mas seja qual for a origem do problema, o fato é que são incomuns Estados que forneçam serviços públicos de qualidade com os atuais patamares de gastos públicos per capita do Brasil.

O subfinanciamento do Estado brasileiro tem permitido que o mercado ocupe parte das atividades que a Constituição Federal estabeleceu como direitos do cidadão. O processo de privatização e financeirização avança celeremente nos setores de educação e saúde, com destaque para este último onde estão as empresas com o maior valor de mercado. O acesso ao mercado de capitais constitui vantagem competitiva relevante das empresas desses setores, o que permite a concentração e centralização de capitais, com a formação de oligopólios privados. Contudo, o processo de subfinanciamento do Estado e privatização e financeirização possui contradições, o que fica evidente no caso das empresas de educação, que sofrem o impacto da redução do financiamento estudantil público e da fragilidade do mercado formal de trabalho.

Reverter tais processos é condição necessária, ainda que insuficiente, para que o país reconstrua capacidades estatais e infraestruturas críticas ao desenvolvimento da cidadania e da própria economia.

## Referências

- Bender Filho, R. (jul/dez de 2019). Gasto Público e Crescimento Econômico: testando a hipótese da Lei de Wagner à economia. *Planejamento e políticas públicas*, 53, pp. 17-41.
- Cândido Júnior, J. O. (jun de 2001). Os gastos públicos no Brasil são produtivos? *Planejamento e políticas públicas*, 23, pp. 233-60.
- Dweck, E., & Rossi, P. (2016). Impactos do Novo Regime Fiscal na Saúde. *Cadernos de Saúde Pública*, 32(12).
- Fundo Monetário Internacional. (2014). *Government Finance Statistics Manual*. Fonte: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>
- Gandhi, V. (18 de March de 1970). Wagner's Law of Public EBpenditure: Do Recent Cross-Section Studies Confirm it? *INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT: Economics Department Working Paper No. 69*.
- Gobetti, S. W. (Dezembro de 2014). Regras Fiscais no Brasil e na Europa: Um Estudo Comparativo e Propositivo. *Textos para Discussão IPEA - nº 228*.
- Hilferding, R. (1985). *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural.
- IBPT. (2013). *Estudo sobre a Carga Tributária/PIB X IDH*.
- Martin, A., & Lewis, W. (September de 1956). Patterns of Public Revenue and Expenditure. *Manchester School*, pp. 203-44.
- Oshima, H. T. (June de 1957). Share of Government in Gross National Product for Various Countries. *American Economic Review*, pp. 381-90.
- Pires, M., Orair, R., & Gobetti, S. (05 de 01 de 2021). *Estimativa das despesas públicas para o período 2010-2019*. Acesso em 2021 de 01 de 25, disponível em Observatório de Política Fiscal: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/estimativa-das-despesas-publicas-para-o-periodo-2010-2019>
- Ram, R. (May de 1987). Wagner's Hypothesis in Time-Series and Cross-section Perspectives: Evidence from "Real" Data for 115 Countries. *The Review of Economics and Statistic*, LXIX(2), pp. 194-204.
- Secretaria do Tesouro Nacional. (2020). *Despesas por Função do Governo Central: Classificação COFOG - 2019*.
- Silva, A. M., & Siqueira, R. B. (jul./dez. de 2014). Demanda por gasto público no Brasil no período pós-redemocratização: testes da hipótese de Mill de ilusão fiscal e da lei de Wagner. *Planejamento e políticas públicas*, 43, pp. 45-60.
- Wagner, A. (1890). *Finanzwissenschaft*. Leipzig .
- Williamson, J. G. (January de 1961). Public Expenditure and Revenue: An International Comparison. *Manchester School*, pp. 43-56.

# 15 O Sistema da Dívida Aprofunda a Financeirização no Brasil

*Maria Lucia Fattorelli<sup>1</sup>*

## Resumo

A relação entre o processo de financeirização, os mecanismos que alimentam o Sistema da Dívida e as privatizações pode ser evidenciada em inúmeros casos já estudados pela Auditoria Cidadã da Dívida.

O presente artigo aborda três casos que evidenciam essa relação: o Plano Brady, a imensa responsabilidade do Banco Central na geração e no crescimento exponencial de dívida pública ilegítima, e o esquema de securitização de créditos públicos. A evidência do funcionamento do processo de endividamento público como um “sistema” que desvia recursos continuamente para o pagamento de uma chamada dívida sem contrapartida em investimentos, reforça ainda mais a necessidade de realização da auditoria integral da dívida, com participação e controle social público.

O Sistema da Dívida é uma ideia criada para caracterizar o funcionamento invertido do endividamento público: ao invés de aportar recursos ao orçamento público e garantir investimentos de interesse da população, a chamada dívida pública tem sido um instrumento para a criação e transferência de recursos públicos para os privi-

legiados bancos e grandes rentistas.

Em particular, destaque-se, mais recentemente, o modelo de securitização de créditos públicos que vem sendo implementado no setor público, o qual contém uma diferença fundamental em relação à securitização praticada no mercado financeiro convencional: no setor público, o risco do negócio permanece com o Estado e, ainda por cima, o Estado entrega o fluxo da arrecadação futura de impostos como garantia plena ao investidor que compra os derivativos (debêntures) gerados nesse modelo de negócio. Essa explícita contratação de dívida pública, que o esquema de securitização visa disfarçar, passa a ser paga com novas receitas de impostos, que são desviadas e vinculadas a esse esquema, por fora dos controles orçamentários e sociais, durante o percurso dos recursos pela rede bancária. Esse *modus operandi* já foi comprovado em todos os locais onde esse esquema tem sido implementado, gerando grande rombo às contas públicas e a perda do controle sobre a parcela da arrecadação que é desviada para as “contas vinculadas” ao esquema, mediante a alienação fiduciária

---

<sup>1</sup> Coordenadora nacional da Auditoria Cidadã da Dívida, membro titular da Comissão Brasileira Justiça e Paz da CNBB e auditora-fiscal aposentada do Ministério da Fazenda.

ria do fluxo da arrecadação, além de garantias de recomposição desse fluxo em caso de qualquer eventualidade, o que coloca tal obrigação acima de qualquer outra!

Assim, ao contrário da propagandeada “solução” para os créditos incobráveis de Dívida Ativa que os entes federados não conseguem receber, o esquema de securitização gera dívida pública disfarçada, que sequer é contabilizada como dívida, e pas-

sa a ser paga por fora dos controles orçamentários, mediante o desvio do fluxo de arrecadação tributária para esse esquema, com incalculáveis prejuízos ao orçamento público e às gerações atuais e futuras, enquanto bancos passam a se apoderar diretamente dos impostos que pagamos!

## 1. Introdução

A relação entre o processo de *financeirização*, os mecanismos que alimentam o Sistema da Dívida e as privatizações pode ser evidenciada em inúmeros casos já estudados pela Auditoria Cidadã da Dívida.

O presente artigo aborda três casos que evidenciam essa relação: o Plano Brady, a imensa responsabilidade do Banco Central na geração e no crescimento exponencial de dívida pública ilegítima, e o esquema de securitização de créditos públicos.

A evidência do funcionamento do processo de endividamento público como um “sistema” que desvia recursos continuamente para o pagamento de uma chamada dívida sem contrapartida em investimentos, reforça ainda mais a necessidade de realização da auditoria integral da dívida, com participação e controle social público.

## 2. O Sistema da Dívida

Os trabalhos da auditoria integral da dívida pública realizados no Equador, em 2007 e 2008, possibilitaram a clara percepção do funcionamento do endividamento público como um sistema interligado e interconectado ao modelo econômico adotado, de forma a garantir privilégios financeiros principalmente ao setor bancário e grandes rentistas, tudo devidamente respaldado por um sistema legal e político subserviente a esses interesses e, evidentemente, com o apoio da grande mídia que também é guiada por esses interesses.

A partir dessa percepção, criei o termo **Sistema da Dívida para caracterizar o funcionamento invertido do endividamento público: ao invés de aportar recursos ao orçamento público e garantir investimentos de interesse da população, a chamada dívida pública tem sido um instrumento para a transferência de**

## recursos públicos para os privilegiados bancos e grandes rentistas.

Essa transferência se dá por meio de diversos mecanismos financeiros que provocam o crescimento do estoque da dívida, mas esse crescimento não se reverte em ingresso de recursos para os orçamentos públicos, como por exemplo:

- **Transformações de dívidas do setor privado em dívida pública** ilegal e transferência de dívidas privadas para o BC: PROER e PROES (assunção de passivos de bancos); EC 106 (compra de papel podre dos bancos pelo Banco Central, sem limite);
- **Transformação de dívida externa irregular**, suspeita de prescrição, em operação feita em Luxemburgo: Plano Brady;
- **Elevadíssimas taxas de juros**: sem justificativa técnica ou econômica, aumentando a remuneração dos rentistas e fazendo a dívida se multiplicar por ela mesma;
- A **ilegal prática do *anatocismo***: incidência contínua de juros sobre juros;
- A **irregular contabilização de juros como se fosse amortização da dívida**,<sup>2</sup> burlando-se o artigo 167, III, da Constituição Federal, garantindo-se a contínua emissão de títulos da dívida para pagar despesas correntes de juros, provocando o crescimento exponencial – e apenas *financeirizada* – da dívida pública;
- As **sigilosas operações de swap cambial realizadas pelo Banco Central em moeda nacional**, garantindo o risco de variação do dólar de forma sigilosa, cujos prejuízos são transferidos para a conta da dívida;
- **Remuneração diária da sobra do**

---

2 Tema tratado no relatório disponível em: <https://goo.gl/LChbK3>

**caixa dos bancos** por meio do abuso das sigilosas “operações comprometidas” e dos “depósitos voluntários remunerados”: Bolsa-Banqueiro;

- **Emissão excessiva de títulos** para formar “colchão de liquidez”;
- **Prejuízos do Banco Central** transferidos para o Tesouro Nacional (Art. 7º da LRF), por exemplo, em 2016, R\$ 250 bilhões de prejuízos do Banco Central foram transformados em dívida pública;
- **“Securitização”** gera dívida ilegal que é paga por fora do orçamento, mediante desvio de arrecadação que sequer alcançará os cofres públicos.

Todo sacrifício social e econômico que temos feito ao longo dos anos para pagar a dívida pública federal tem alimentado exclusivamente a própria dívida, que não tem contrapartida em investimentos para o país, como afirmou o próprio Tribunal de Contas da União (TCU) em audiência pública realizada na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.<sup>3</sup> Na mesma audiência pública, demonstramos que a dívida tem sido gerada por diversos mecanismos estritamente financeiros.<sup>4</sup>

Outra evidência de que a dívida interna federal tem sido gerada por mecanismos financeiros e não para investimentos ou manutenção do Estado é o fato de termos produzido um superávit primário de mais de R\$ 1 trilhão ao longo de 20 anos, e, apesar disso, a dívida interna federal explodiu, passando de R\$86 bilhões em 1995 para

quase R\$4 trilhões em 2015. Dessa forma, é evidente que os investimentos e gastos sociais não foram os responsáveis pelo aumento da dívida interna, mas sim os mecanismos que alimentam o Sistema da Dívida, acima exemplificados, sem contrapartida alguma em termos reais.

Desta forma, a centralidade da chamada dívida pública é impressionante e ilustra o seu funcionamento como um “Sistema”: além de absorver, anualmente, cerca de metade do orçamento federal e boa parte dos orçamentos estaduais e municipais,<sup>5</sup> a chamada dívida pública sem contrapartida tem sido a justificativa para contínuas contrarreformas, como a da previdência e a administrativa; além de privatizações e outras medidas de ajuste fiscal, para que sobre mais recursos ainda para as despesas não primárias, que são principalmente as despesas financeiras com a dívida.

Dentre as medidas de ajuste fiscal podemos citar, por exemplo, o aumento da desvinculação das receitas da União (DRU) e dos entes federados (DREM) por meio da EC-93; a aberração da EC 95, que submeteu o conjunto das despesas primárias a um teto rebaixado por 20 anos; a EC-109, que inseriu o ajuste fiscal no texto constitucional para garantir a “sustentabilidade” da dívida, além dos diversos cortes de serviços públicos, programas e investimentos em todas as áreas essenciais da cidadania.

O resultado desse privilégio da dívida pode ser visto no Orçamento Geral da União (OGU) executado em cada ano,<sup>6</sup> o que nos leva a persistir na exigência da

3 Fala do representante do TCU à CAE/Senado <https://auditoriacidada.org.br/video/tcu-afirma-que-divida-nao-serviu-para-investimento-no-pais/>

4 Telas da apresentação feita à CAE/Senado disponíveis em <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/palestra-a-importancia-da-auditoria-da-divida-publica-com-participacao-social-m-l-fattorelli-audiencia-publica-na-comissao-de-assuntos-economicos-senado-federal/> e vídeo em <https://youtu.be/yI0a8vY7VPo>

5 Explicação sobre o gráfico do orçamento federal elaborado pela Auditoria Cidadã da Dívida disponível em: <http://auditoriacidada.org.br/conteudo/explicacao-sobre-o-grafico-do-orcamento-elaborado-pela-auditoria-cidada-da-divida/> e <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/mentiras-e-verdades-sobre-a-divida-publica-parte-3/>

6 Artigo analisa o gráfico do orçamento federal executado em 2020, mostrando que a dívida foi o gasto que

realização da auditoria integral dessa dívida, com participação e controle social, pois a auditoria é a ferramenta capaz de revelar e comprovar a utilização de mecanismos ilegais e ilegítimos, os quais têm gerado a chamada dívida pública sem contrapartida real alguma.

### **3. Plano Brady: exemplo de financeirização e sua relação com as privatizações**

O chamado Plano Brady foi aplicado em dezenas de países, por imposição do FMI, e correspondeu a uma transformação de dívida externa contratual em novos títulos da dívida externa, no início dos anos 90, e foi realizada em Luxemburgo, notório paraíso fiscal de âmbito mundial.

A negociação decorrente desse plano ilustra o processo de financeirização, na medida em que resultou na produção de novos títulos de dívida externa originados de dívidas nulas, por isso eram denominados “papéis podres”. Essa foi uma das mais graves transformações de dívida pública, tendo em vista que a dívida externa contratual objeto da troca efetuada no Plano Brady correspondia a cerca de 70% do total da

dívida externa na época (1994) e se tratava de dívida suspeita de prescrição, isto é, dívida nula, fato reconhecido por diversas instituições financeiras supostamente credoras, que inclusive já haviam dado baixa dessas dívidas em seus respectivos balanços.

A renúncia à prescrição da dívida externa contratual foi cabalmente comprovada no caso equatoriano,<sup>7</sup> onde se localizou inclusive o contrato denominado *Tolling Agreement*, que formalizou essa renúncia. No Brasil, durante as investigações da CPI da Dívida Pública realizada na Câmara dos Deputados em 2009/2010, tivemos acesso a diversos documentos que mencionam a renúncia de direitos, conforme registrado em Análise Técnica.<sup>8</sup>

Essa operação foi onerosíssima e aumentou o estoque da dívida externa brasileira, contrariamente à propaganda da época, que anunciava um desconto, o que não se verificou na prática, como ilustra o gráfico seguinte, elaborado para assessorar a CPI da Dívida Pública na Câmara dos Deputados.

---

mais cresceu no ano <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/gastos-com-a-divida-publica-cresceram-33-em-2020/> e o artigo analisa o Orçamento Federal Executado em 2021 <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/gasto-com-divida-publica-sem-contrapartida-quase-dobrou-de-2019-a-2021/>

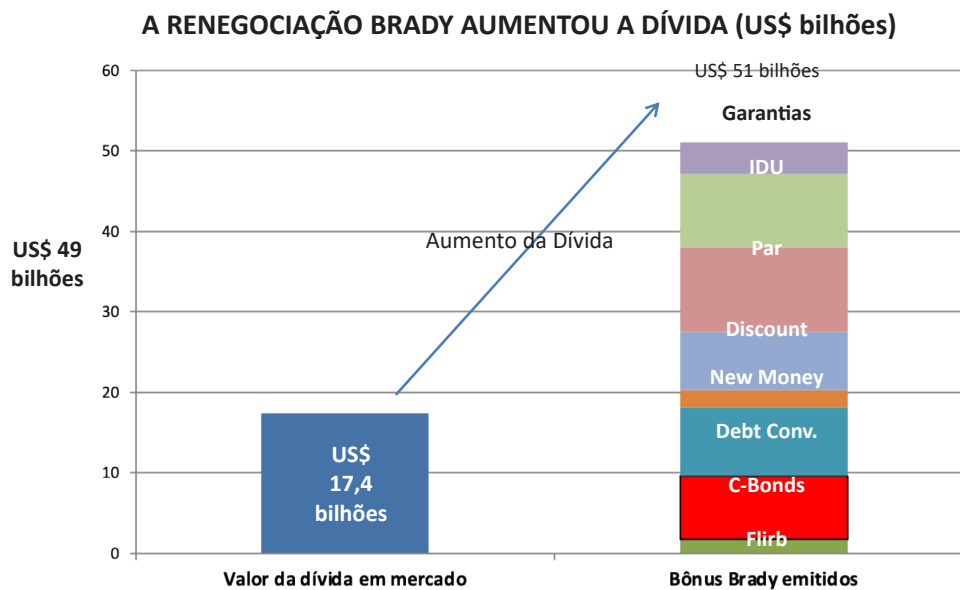
7 Resumo Executivo da Comissão de Auditoria da Dívida Equatoriana (CAIC) disponível em: <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/caic-comissao-para-a-auditoria-integral-da-divida-equatoriana-informe-final-resumo-executivo/>

8 Análise Preliminar Nº 5 – Dívida Externa Brasileira (Análise Elaborada para prestar Assessoria à CPI da Dívida Pública instalada na Câmara Dos Deputados 2009/2010) disponível em:

<https://auditoriacidada.org.br/conteudo/analise-preliminar-no-5-divida-externa-analise-elaborada-para-prestar-assessoria-a-cpi-da-divida-publica-instalada-na-camara-dos-deputados-2009-2010/>



## Gráfico 1: Impacto da implementação do Plano Brady na elevação da dívida externa brasileira.



Fonte: Paulo Nogueira Batista Jr e Armênio de Souza Rangel. "A Renegociação da Dívida Externa Brasileira e o Plano Brady: Avaliação de alguns dos principais resultados", pág 15 e 18 e Ceres Aires Cerqueira "Dívida Externa Brasileira", págs 65, 122, 123 e 124.

Os novos títulos da dívida externa (7 diferentes tipos) resultantes da negociação de Luxemburgo não poderiam ser negociados em nenhuma bolsa de valores do mundo, devido às diversas restrições que marcavam tais títulos, diante das irregularidades que envolveram aquela questionável transação.

Nessa circunstância, qual foi o destino desses títulos que até a grande mídia denominava "papéis podres" à época? Esses títulos passaram a ser trocados por dívida interna, com juros que chegavam a 49% ao ano naquele início do Plano Real (provocando a explosão da dívida interna), ou utilizados como moeda para comprar empresas estatais submetidas à privatização a partir de 1996.<sup>9</sup> Este é mais um fato que ilustra o funcionamento do endividamento público como um "Sistema" conec-

tado à apropriação do patrimônio público e à financeirização.

### 4. Responsabilidade do Banco Central na Geração e Crescimento de Dívida Ilegítima

A responsabilidade do Banco Central em relação à geração e o crescimento exponencial de dívida ilegítima é imensa: as taxas de juros historicamente elevadas, a remuneração diária da sobra de caixa dos bancos, e recompra de papel podre de bancos sem limite<sup>10</sup> e outros mecanismos da chamada política monetária têm provocado o crescimento exponencial da dívida pública interna da União, sem respaldo ou contrapartida em ampliação do bem-estar da população nem tampouco ampliação de investimentos produtivos no país. Vejamos alguns desses mecanismos.

<sup>9</sup> <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1996/10/14/brasil/15.html>

<sup>10</sup> <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/senado-foi-enganado-ec-106-autoriza-bc-comprar-qualquer-ativo-sem-limite/>

**Tabela 1: Custo do financiamento do Banco Central pelo Tesouro Nacional no Brasil.**

CUSTO DO FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL			
Ano	Volume de Títulos entregues pelo Tesouro Nacional ao Banco Central sem contrapartida financeira	Volume de Juros pagos pelo Tesouro Nacional ao Banco Central sobre os títulos públicos acumulados no BC	Soma
	(Bilhões de Reais)	(Bilhões de Reais)	(Bilhões de Reais)
2010	56,86	71,51	128,37
2011	186,28	84,3	270,58
2012	117,11	89,43	206,54
2013	129,61	94,18	223,79
2014	287,39	108,82	396,21
2015	192,48	145,46	337,94
2016	238,66	162,05	400,71
2017	88,21	163,11	251,32
2018	188,19	158,49	346,68
2019	185,18	152,78	337,97
2020	295,03	133,56	428,59
<b>Soma</b>	<b>1.965,00</b>	<b>1.363,69</b>	<b>3.328,70</b>

Elaboração: Maria Lucia Fattorelli

Fontes: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2691:2:0:e>  
<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/balanceteslai>

## 4.1 - Bolsa-Banqueiro

A remuneração diária da sobra de caixa dos bancos pelo Banco Central não é qualquer operação: trata-se de operação na casa dos *trilhões* de reais há anos e, além de graves aspectos de ilegalidade e falta de motivação justificável, onera gravemente os cofres públicos, provoca elevação da dívida pública, foi a principal responsável pela crise fabricada a partir de 2014 e é a principal operação responsável pelas elevadíssimas taxas de juros de mercado praticadas no Brasil, o que vem travando a circulação de moeda na economia brasileira e impedindo a geração de emprego e renda no país.

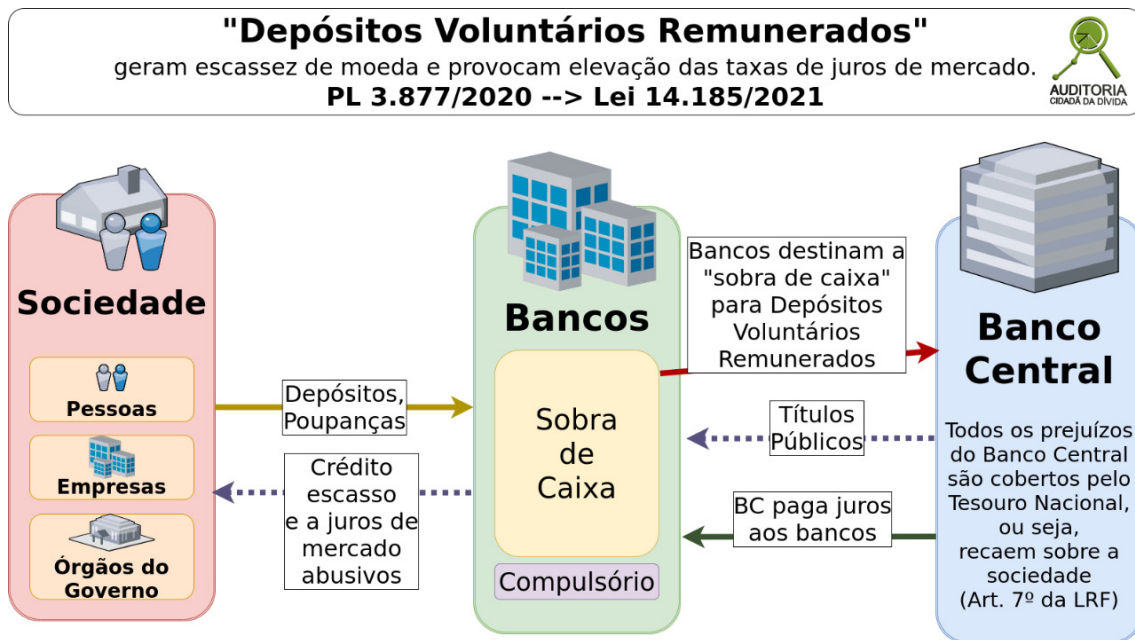
Essa operação chegou ao patamar de R\$1,7 trilhão (quase 25% do PIB) em setembro/2020 e custou R\$ 3,3 trilhões de 2010 a 2020, conforme Tabela 1 acima.

O citado montante de R\$ 1,7 trilhão corresponde às disponibilidades da própria

sociedade depositadas nos bancos e deveria estar disponível para empréstimos a juros baixos à população e às empresas. No entanto, por causa da remuneração oferecida pelo Banco Central aos bancos, essa montanha de dinheiro fica esterilizada no Banco Central, rendendo juros somente aos bancos, enquanto os juros de mercado alcançam patamares indecentes, impedindo o crédito ou levando muitos negócios à falência.

Em vez de interromper essa desastrosa operação que vem operando há décadas mediante o abuso das "Operações Compromissadas", punindo-se os responsáveis pelos imensos danos causados ao país, o Congresso Nacional aprovou o PL 3.877/2020, que legaliza a remuneração aos bancos através de novo mecanismo esdrúxulo: o "Depósito Voluntário Remunerado".

**Figura 1: Representação gráfica do funcionamento dos depósitos voluntários remunerados.**



Qual fato econômico justifica essa remuneração aos bancos, sobre dinheiro que sequer pertence a eles? Não há! Trata-se de uma doação sem limite e sem causa, por isso a denominamos *bolsa-banqueiro*.

As justificativas usadas pelo Banco Central para essa *bolsa-banqueiro* não se sustentam, tendo em vista que tal benesse não se presta a realizar nem controle de liquidez, nem controle inflacionário, nem tampouco controle da taxa de juros, como afirma o Banco Central.

#### 4.2 – Falsa alegação de controle de liquidez

A justificativa para o alegado *controle de liquidez* constou do Voto 186/2021-BCB, de 19 de agosto de 2021, que "*propõe a edição de ato normativo dispendo sobre o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras para fins de política monetária*":

(...) 4. No âmbito dos esforços para

*aperfeiçoamento institucional do BCB e modernização da legislação brasileira, o emprego dos depósitos voluntários a prazo atende à necessidade de ampliação dos instrumentos de política monetária para administração de um estoque excedente de liquidez bancária.(...) o depósito voluntário a prazo apresenta características favoráveis à sua utilização para fins de política monetária, entre as quais a efetividade na absorção de recursos livres no sistema bancário.*

Essa justificativa está em flagrante contradição com a imensa liberação de liquidez no valor de R\$ 1,274 trilhão pelo próprio Banco Central para os bancos, a partir de março/2020, além de outras medidas de liberação de capital (R\$ 1,348 trilhão) e dispensa de provisionamento (R\$3,2 trilhão) realizadas, conforme trecho do documento emitido pelo Banco Central,<sup>11</sup> colado a seguir:

11 Texto completo disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/covid19\\_docs/Evolucao\\_Recente\\_do\\_Credito.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/covid19_docs/Evolucao_Recente_do_Credito.pdf)

## Evolução Recente do Crédito no SFN

(atualizado em 29 de janeiro de 2021)

### 1) Medidas adotadas pelo BC - Liquidez e Capital

Os quadros abaixo listam medidas adotadas pelo Banco Central (BC) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ao longo de 2020 para dar liquidez e para ajustar o nível de capitalização do Sistema Financeiro Nacional (SFN), especialmente para enfrentar os efeitos da pandemia de Covid-19.

Por um lado, as medidas visaram assegurar o bom nível de liquidez para o SFN e fazer fluir o canal de crédito. A ideia é que os bancos tenham recursos prontamente disponíveis em volume suficiente para emprestar e para refinarar dívidas das pessoas e empresas mais afetadas pela crise. Ao todo, as medidas anunciadas tiveram o potencial de ampliar a liquidez do sistema financeiro em R\$1.274,0 bi, equivalentes a 17,5% do Produto Interno Bruto (PIB).

#### Liberação de liquidez

Compulsório + Liquidez de curto-prazo (LCR)	R\$ 135 bi
Liberação adicional de compulsório	R\$ 70 bi
Flexibilização da LCA	R\$ 2,2 bi
Empréstimo com lastro em LF garantidas	R\$ 670 bi
Compromissadas com títulos soberanos brasileiros	R\$ 50 bi
Novo DPGE	R\$ 200 bi
Empréstimo com lastro em debêntures	R\$ 91 bi
Alteração no cumprimento do compulsório de poupança	R\$ 55,8 bi
<b>Total</b>	<b>R\$ 1274,0 bi</b>

Por outro lado, o BC adotou medidas para aliviar, temporariamente, as exigências de capital das instituições financeiras. Mesmo com o nível confortável de capital que as instituições financeiras possuem para fazer frente a perdas, essas medidas foram adotadas com o intuito de dar melhores condições para que as instituições forneçam mais crédito nesse momento de incerteza. As medidas tiveram o potencial de ampliar a oferta de crédito em R\$1.348,2 bi, ou 18,4% do PIB.

#### Liberação de Capital \*

Overhedged	R\$ 520 bi
Redução do ACP	R\$ 637 bi
Redução de capital para operações de crédito a PMEs	R\$ 35 bi
Redução de capital das IFs de menor porte	R\$ 16,5 bi
Redução de capital nas exposições de DPGE	R\$ 12,7 bi
Capital de Giro para Preservação de Empresas	R\$ 127 bi
<b>Total</b>	<b>R\$ 1348,2 bi</b>
Dispensa de provisionamento por repactuação	**R\$ 3200 bi

\* Impacto potencial sobre o crédito

\*\* Volume de crédito potencialmente beneficiado

Depois dessa injeção de trilhões de liquidez no sistema bancário, as “Operações Compromissadas” realizadas pelo Banco Central chegaram a alcançar o patamar de R\$ 1,6 trilhão em agosto/2020, como noticiado,<sup>12</sup> e R\$ 1,7 trilhão em alguns dias de

setembro/2020, enquanto os bancos se negavam a realizar empréstimos às empresas,<sup>13</sup> só o fazendo após a liberação de garantias governamentais através dos programas PRONAMPE, PEAC e outros.

## CORREIO BRAZILIENSE

BANCO CENTRAL

### Operações no overnight saltam para R\$ 1,6 trilhão em agosto

Volume de compromissadas, de curtíssimo prazo, chega a 22,2% do PIB.

12 <https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2020/09/4878960-operacoes-no-overnight-saltam-para-rs-16-trilhao-em-agosto.html>

13 Ver diversas notícias no Capítulo 2 da novela “Assalto aos cofres Públicos” disponível em <https://auditoriadada.org.br/conteudo/assalto-aos-cofres-publicos-pl-3-877-2020-pl-9-248-2017-plp-19-2019-e-plp-112-2019/>

Assim, qual a lógica de o Banco Central injetar liquidez nos bancos e, em seguida, retirar essa liquidez por meio das onerosas “operações compromissadas”? Não há, a não ser a evidente utilização do Sistema da Dívida para transferir dinheiro público para os bancos.

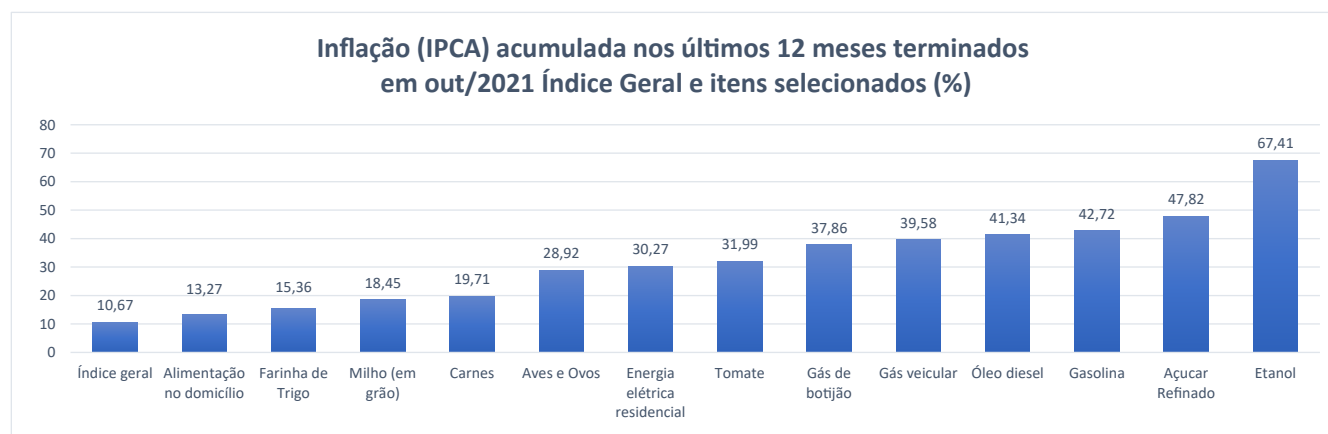
### 4.3 - Falsa alegação de controle inflacionário

A justificativa que tem sido usada pelo Banco Central para remunerar a sobra de

caixa dos bancos e também para elevar a taxa básica de juros (Selic) é o “controle inflacionário”, porém, essa justificativa é falsa e não possui base técnica alguma. Senão vejamos.

Segundo dados divulgados pelo IBGE, a inflação no Brasil tem sido provocada, principalmente, pelo aumento dos preços dos combustíveis, alimentos e tarifas (preços administrados pelo próprio governo, como energia elétrica por exemplo), conforme dados selecionados no gráfico 2:

**Gráfico 2: Inflação (IPCA) acumulada nos 12 meses terminados em out/2021.**



Fonte: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/7060#/n1/all/n7/all/n6/all/v/2265/p/202110/c315/all/d/v2265%2021/l/p+t+v,c315/resultado>

Os *combustíveis* (gás de cozinha, gasolina, diesel etc.) sobem disparadamente devido à insana política de preços que vem sendo adotada pela Petrobras desde a gestão de Pedro Parente (governo Temer), vinculada ao preço de paridade à importação (PPI). Tal forma fictícia e onerosíssima de calcular os preços dos combustíveis não tem a menor lógica interna, a não ser beneficiar as empresas estrangeiras que trazem seu combustível de fora para vender aqui,<sup>14</sup> e para a Petrobras

distribuir mais de R\$ 60 bilhões de lucros a seus acionistas só em 2021, um gigantesco deboche com a população sacrificada pela alta dos preços dos combustíveis e seus derivados.<sup>15</sup>

Os *alimentos* sobem de preço em decorrência de graves erros de política agrícola e agrária, as quais privilegiam o grande agronegócio de exportação e abandonam a agricultura familiar. Enquanto o Brasil bate re-

14 <https://www.aepet.org.br/w3/index.php/conteudo-geral/item/6867-ppi-e-causa-dos-reajustes-descontrolados-dos-combustiveis>

15 <https://oglobo.globo.com/economia/negocios/petrobras-apos-antecipar-634-bi-em-dividendos-empresa-preve-pagamento-ainda-maior-acionistas-no-4o-tri-25256922>

cordes de safra e de exportação, garantindo lucros bilionários às grandes corporações que exploram o grande agronegócio, dezenas de milhões de pessoas passam fome e disputam ossos e restos de lixo de supermercado para sobreviver. Esse escândalo é uma prova de que o grande agronegócio não tem absolutamente nada a ver com a alimentação do povo brasileiro! É apenas mais um negócio!<sup>16</sup> E tem influenciado pesadamente no índice de inflação mensal que afeta a grande maioria da população.

Os *preços administrados* sobem por culpa do próprio governo, por falta de controle adequado e falta de investimentos. Neste momento, por exemplo, a tarifa que mais tem influenciado o índice geral calculado pelo IBGE é a tarifa de energia elétrica residencial, que subiu 30,27% nos últimos 12 meses.

Em suma, não tem faltado dinheiro no Brasil, que poderia estar sendo destinado para os investimentos necessários em fontes de energia alternativa e preservação do meio ambiente, pois temos mantido mais de R\$ 4 trilhões em caixa há vários anos.<sup>17</sup> O problema é que todo esse dinheiro tem sido reservado para garantir o pagamento de juros e amortizações da chamada dívida pública, sendo que até o Tribunal de Contas da União (TCU) já declarou que essa dívida não tem atendido às necessidades de novos investimentos no Brasil.<sup>18</sup>

Portanto, nesse contexto de inflação provocada pela alta dos preços de combustíveis, alimentos e preços administrados, o fato de o Banco Central elevar brutalmente a taxa de juros Selic e, adicionalmente, esterilizar muito mais de um trilhão de reais, tem algum efeito no controle inflacionário? É evidente que não! Muito ao contrário, pois:

i) provocar escassez de moeda provoca elevação de juros de mercado, e não a sua redução; ii) aumentar os juros não irá conter a alta dos preços dos combustíveis, alimentos e preços administrados, que decorrem de outros fatores, como mencionado; iii) a alta da Selic provoca aumento, em cadeia, de todos os demais tipos de juros de mercado (que incidem sobre empréstimos bancários, cheque especial, cartão de crédito etc.), o que acaba provocando elevação de preços porque todas as empresas incorporam os custos financeiros ao preço de seus produtos.

Assim, a elevação dos juros pelo Banco Central e a remuneração da sobra de caixa dos bancos em volume estratosférico vem aprofundando a crise econômica e impedindo investimentos geradores de emprego e renda no país, servindo apenas para aumentar cada vez mais o lucro dos bancos e o processo de financeirização como um todo da economia nacional.

#### 4.4 – Falsa alegação de controle dos juros

Em 2021 o Banco Central já elevou a taxa básica de juros (Selic) em 362,5%! A Selic estava em 2% ao ano no início de 2021 e foi elevada para 9,25% na última reunião realizada dia 8 de dezembro. Novas elevações já ocorreram em 2022, chegando a Selic em 11,75% a.a. em março, com indicação de 11,75% na próxima reunião, conforme ata divulgada pelo Banco Central<sup>19</sup>.

Além de desprovida de fundamento técnico, a atitude do Banco Central de disparar a Selic está completamente descolada dos interesses do país e provoca impactos negativos na vida das pessoas, das empresas e nas contas públicas.

16 <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/agronegocio-e-a-divida-publica>

17 <https://auditoriacidada.org.br/o-brasil-nao-esta-quebrado-e-ha-muito-a-ser-feito/>

18 <https://bit.ly/2NTPIJo>

19 <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom>

A combinação de juros altos e redução de moeda em circulação é uma combinação fatal para a economia, como vimos denunciarmos desde janeiro/2016, quando publicamos o artigo "O Banco Central está suicidando o Brasil", disponível em <https://auditoriacida.org.br/conteudo/o-banco-central-esta-suicidando-o-brasil/>. De fato, suicidou: em 2015/16 o PIB encolheu 7%; o desemprego bateu recorde, milhões de empresas quebraram e só em 2016, o Banco Central transferiu R\$ 250 bilhões de prejuízos ao Tesouro Nacional!

O Banco Central foi tornado "independente e autônomo" pelo Congresso Nacional, que aprovou o inconstitucional PLP 19/2019 (Lei Complementar 179/2021), questionado em ação junto ao STF (ADI 6696), cujo relator, Ministro Lewandowski, reconheceu a inconstitucionalidade, por vício de iniciativa. Inexplicavelmente, o Ministro Barroso interpretou de forma completamente equivocada o Art. 48 da Constituição Federal e acabou tendo seu voto seguido por outros ministros, mantendo-se a completa autonomia do Banco Central, órgão que comanda a moeda, os juros, o câmbio, as reservas internacionais e

toda a política monetária do país, a qual se reflete no funcionamento da economia e na vida de todas as pessoas.

Ao disparar absurdamente a Selic e esterilizar volume de moeda equivalente a cerca de 1/4 do PIB, o Banco Central provoca aumento de todas as taxas de juros de mercado, afetando de forma nociva um dos principais preços da economia, que fica completamente amarrada, exceto para os bancos, que são remunerados diariamente pelo dinheiro que eles não emprestam, e batem sucessivos recordes de lucros.

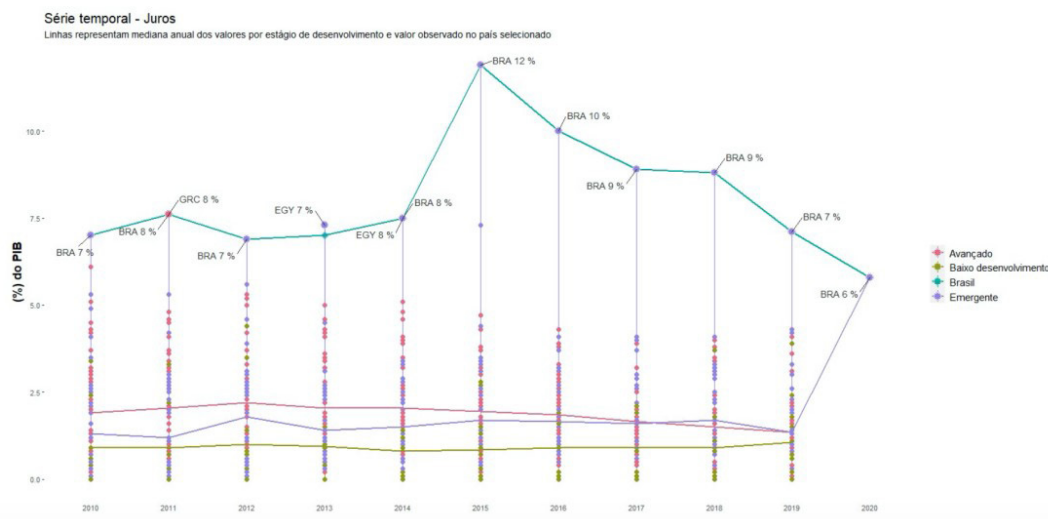
Assim, não há o alegado "controle dos juros", mas sim garantia de juros altos! O juro de mercado é alto no Brasil e amarra toda a economia por causa da remuneração parasita paga pelo Banco Central aos bancos comerciais. Até mesmo o Tesouro Nacional reconhece, em publicação oficial (<https://painelgfs.tesouro.gov.br>) que inclui comparativo internacional do gasto com juros em relação ao PIB, que "o país é um outlier [comportamento altamente discrepante, fora da curva normal] em toda a série histórica, mesmo quando comparados àqueles países com nível de desenvolvimento semelhante":

### Gráfico 3: Gastos com Juros no Brasil e blocos de países.

#### Gastos com Juros

Página: Série temporal completa – Filtros aplicados: [Juros] [Brasil] [Destacar pontos de países de valores máximos]

Na consulta da conta de juros para o Brasil é possível notar o país é um outlier em toda a série histórica, mesmo quando comparados àqueles países com nível de desenvolvimento semelhante. A despeito do ainda elevado gasto com juros, o país apresentou redução relevante desta rubrica desde 2015, devido, principalmente, à melhora entre os anos de 2015 e 2016 nos resultados das operações de swap cambial realizadas pelo BCB (um dos componentes da despesa de juros) e à queda nas taxas de juros no período de 2016 a 2020.



O Brasil está na contramão do mundo, onde as taxas de juros são próximas de zero e até negativas há vários anos, a fim de impulsionar o funcionamento da economia. A política monetária do Banco Central está matando o Brasil e favorecendo unicamente o setor financeiro, a especulação e a financeirização.

O mais grave é que, além de todos os danos à economia, empresas e famílias, a elevação da Selic provoca aumento imediato nos gastos com a dívida pública, e essa elevação (a dívida interna federal já ultrapassa R\$ 7 trilhões) tem sido usada como justificativa para cortes de investimentos públicos e privatizações insanas, além de sucessivas contrarreformas que retiram direitos da população e desmontam a estrutura do Estado.

Assim, a atuação do Banco Central não tem servido para controlar a inflação e tem provocado crescimento exponencial da dívida pública, além do agravamento da crise econômica e social fabricada por sua própria política monetária desde 2014.

## 5. Securitização de Créditos Públicos

Apesar da exagerada abrangência do Sistema da Dívida ao longo dos anos, novos mecanismos financeiros sofisticados estão sendo criados para gerar dívida pública para todas as esferas – federal, estadual e municipal – ao mesmo tempo em que parte dos recursos da arrecadação tributária são sequestrados e transferidos diretamente para o setor financeiro, antes de chegar aos cofres públicos, como se fosse o pagamento de um empréstimo consignado,<sup>20</sup> operação que encarna de forma devastadora a financeirização na esfera pública.

Trata-se de esquema fraudulento, operado por meio de empresas “estatais” que estão sendo criadas em diversos estados

e municípios, a exemplo da PBH Ativos S/A em Belo Horizonte e a CPSEC S/A em São Paulo. O privilégio é tão abusado que a EC-95 já deixou fora do teto os recursos necessários ao aumento de capital dessas “estatais”.<sup>21</sup>

A *securitização* é uma operação que vem sendo usada no mercado financeiro, a fim de transformar algum ativo (contratos de empréstimo, por exemplo) em *derivativos*, isto é, novos papéis que se derivam daquele ativo, ou seja, são lastreados naquele ativo. Esses novos papéis passam a ser comercializados no mercado e uma das principais características dessa securitização praticada no mercado financeiro é a transferência do risco, ou seja, quem adquire os derivativos, passa a correr o risco daquele ativo vir ou não a ser recebido. Esse risco ficou mundialmente conhecido por ocasião da crise iniciada nos Estados Unidos da América do Norte a partir de 2007, crise conhecida pelo nome dos derivativos de alto risco que nunca foram pagos/recebidos: os *subprime*.

**Já o modelo de securitização que vem sendo implementado no setor público contém uma diferença fundamental em relação à securitização praticada no mercado financeiro: no setor público, o risco do negócio permanece com o Estado e, ainda por cima, o Estado entrega o fluxo da arrecadação de impostos como garantia plena ao investidor que compra os derivativos (debêntures) gerados nesse modelo de negócio.**

Essa entrega do fluxo de arrecadação de impostos diretamente ao esquema de securitização esbarra na proibição de vinculação dos impostos pagos pela sociedade a algum fim específico, contida no Art. 167, IV, da Constituição Federal. Mas justamente para escapar dessa vedação constitu-

20 <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/securitizacao-consignado-turbinado-de-recursos-publicos/>

21 Entrevista : Nova maracutaia de Serra e Jucá, disponível em: <https://goo.gl/fSijmh>



cional, foram sorrateiramente inseridos no texto da PEC 23 os novos parágrafos 7º e 8º que se pretendia acrescentar ao Art. 167 da CF/88, sem qualquer explicação ou justificativa, sem qualquer debate a respeito, literalmente, na surdina!

O parágrafo 7º visava dar ao esquema de Securitização uma carta branca, tendo em vista que ele excetuava a vedação imposta pelo Art. 167, IV, e deixava aberta a possibilidade de vinculação plena de impostos ao esquema de securitização, sem indicar parâmetro ou limite algum:

PEC 23

§ 7º Não se aplica o disposto no art. 167, inciso IV, na hipótese de securitização de recebíveis da dívida ativa.

Reparem que a securitização é dos recebíveis e não da Dívida Ativa em si. A Dívida Ativa continuaria onde sempre esteve, sendo cobrada e administrada pelos respectivos órgãos da administração tributária em

cada ente federado, com todos os riscos de vir a ser arrecadada ou não. Por outro lado, os novos papéis financeiros (debêntures) emitidos nesse esquema de securitização são vendidos ao mercado financeiro, que não assume risco algum, pois conta com a robusta garantia estatal representada pela entrega do fluxo de arrecadação tributária, justamente a vinculação que a PEC 23 pretendia colocar na Constituição do nosso país!<sup>22</sup>

Quando as debêntures são vendidas, ocorre o ingresso de um recurso aos cofres públicos. Esse adiantamento de recursos configura uma operação de crédito disfarçada, como ilustra a Figura 2, a seguir, e tem servido de “isca” para que alguns gestores públicos embarquem nesse esquema que já foi questionado pelo Ministério Público de Contas (TC 016.585/2009-0) e vários órgãos de controle estaduais, conforme detalhado em Interpelação Extrajudicial endereçada a todos os líderes no Senado.<sup>23</sup>

**Figura 2: Representação gráfica do funcionamento da Securitização de créditos públicos.**



22 Entrevista ilustra o esquema da PEC 23, disponível em: <https://auditoriacidada.org.br/video/tv-democracia-fattorelli-explica-esquema-que-desvia-recursos-publicos-inserido-na-pec-23-2021/>

23 Interpelação Extrajudicial <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/interpelacao-extrajudicial-aos-senadores-pec-23-21-securitizacao/>

Essa explícita contratação de dívida pública, que o esquema de securitização visa disfarçar, passa a ser paga com novas receitas de impostos, que são desviadas e

vinculadas a esse esquema, por fora dos controles orçamentários e sociais, durante o percurso dos recursos pela rede bancária, como ilustra a seguir (Figura 3).

**Figura 3: Representação gráfica do desvio de recursos públicos pelo esquema de Securitização.**



Esse *modus operandi* já foi comprovado em todos os locais onde esse esquema tem sido implementado, gerando grande rombo às contas públicas e a perda do controle sobre a parcela da arrecadação que é desviada para as “Contas Vinculadas” ao esquema, mediante a alienação fiduciária do fluxo da arrecadação,<sup>24</sup> além de garantias de recomposição desse fluxo em caso de qualquer eventualidade, o que coloca tal obrigação acima de qualquer outra!

Esse modelo já foi investigado inclusive por uma CPI em Belo Horizonte, que resultou em determinação do Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais que impediu novas emissões e suspendeu os pagamentos de debêntures sênior que já haviam sido emitidas.<sup>25</sup>

Assim, ao contrário da propagandeada “solução” para os créditos incobráveis de Dívida Ativa que os entes federados não conseguem receber, **o esquema de securitização gera dívida pública disfarçada, que sequer é contabilizada como dívida, e passa a ser paga por fora dos controles orçamentários, mediante o desvio do fluxo de arrecadação tributária para esse esquema, com incalculáveis prejuízos ao orçamento público e às gerações atuais e futuras, enquanto bancos passam a se apoderar diretamente dos impostos que pagamos!**

A Câmara dos Deputados aprovou a PEC 23 em votação suspeita, sob denúncia de liberação de bilhões de reais em “emendas de relator” e outras manobras inaceitáveis,

24 Ver análise técnica e documental sobre a evidência de garantias públicas ao esquema de securitização, disponível em: <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/analise-tecnica-documental-comprovacao-das-explicitas-garantias-dadas-pelo-estado-ao-esquema-de-securitizacao/>

25 <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/tce-manda-pbh-ativos-suspender-pagamento-de-debentures-emissao/>

além de falsas propagandas, pois o tão falado “auxílio” aos necessitados sequer constava do texto da PEC 23, e o governo federal poderia tranquilamente honrar o pagamento dos precatórios, pois temos mantido cerca de R\$ 5 trilhões em caixa, conforme dados oficiais das Contas do Tesouro e do Banco Central.<sup>26</sup>

No Senado, em sua CCJ, essa absurda vinculação dos impostos que pagamos ao esquema de securitização foi ainda mantida, mas no plenário, graças à grande mobilização social que pressionou senadores(as), esse esquema foi excluído da PEC 23, mas certamente o mercado continuará tentando legalizar esquema no futuro, o que requer a constante vigilância social.

## 6. Considerações Finais

Historicamente, a chamada dívida pública não tem funcionado como instrumento de financiamento do Estado, mas como um esquema que promove contínua transferência de recursos públicos para os setores financeiros privados nacional e inter-

nacional, usando mecanismos de política monetária do Banco Central e outros cada vez mais sofisticados, como o esquema de securitização, que aprofunda ainda mais a financeirização na esfera pública e compromete o orçamento público desde o nascedouro, pois desvia os recursos que deveriam alimentar os cofres do governo.

Sequer sabemos para quem devemos, já que os nomes dos detentores dos títulos da dívida pública brasileira são, por incrível que pareça, informação sigilosa! Os mecanismos citados no presente artigo constituem amostras que comprovam a necessidade de realização de auditoria integral da chamada “dívida pública brasileira”, com participação social.

Essa é a razão do movimento Auditoria Cidadã da Dívida, que segue investigando os mecanismos que alimentam o Sistema da Dívida e insiste na reivindicação de uma completa auditoria dessa dívida, tal como aliás prevê a Constituição Federal do Brasil.

---

26 <https://auditoriacidada.org.br/o-brasil-nao-esta-quebrado-e-ha-muito-a-ser-feito/>

# 16 Endividamento das Famílias e Expropriação Salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além

*Denise Lobato Gentil<sup>1</sup>*

*Miguel Bruno<sup>2</sup>*

## Resumo

O capítulo investiga o endividamento das famílias pobres e de classe média no Brasil nos anos 2005-2021. O argumento central é de que o superendividamento é a saída encontrada pelas famílias para a perda de renda em consequência da redução dos salários, alto desemprego e subemprego, desmantelamento das leis trabalhistas e desmonte do sistema de proteção social. Ao serem constrangidas ao endividamento as famílias são apanhadas na armadilha dos juros escorchantes cobrados pelo crédito à pessoa física em um mercado bancá-

rio altamente concentrado, o que representa uma das manifestações mais perversas do processo de financeirização. O capítulo faz uma interpretação histórica da dinâmica do crédito no período pós-fordista para identificar as causas do endividamento. Analisa os principais indicadores de crédito e endividamento entre 2005-2021 e detalha as modalidades de crédito e taxas de juros a que as famílias estão submetidas, em relação de elevada assimetria e vulnerabilidade frente ao mercado financeiro.

---

1 Professora Pesquisadora Colaboradora da Pós-Graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/IE/UFRJ). E-mail: deniselg@uol.com.br

2 Professor Pesquisador da Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE/IBGE e das Faculdades de Ciências Econômicas da UERJ e da Mackenzie Rio. E-mail: miguel.pbruno@gmail.com.

## 1. Introdução: neoliberalismo, financeirização e endividamento

“Em vez de entregar diretamente aos plebeus as mercadorias de que eles necessitavam, trigo, cavalos, gado, os patrícios lhes emprestavam esse cobre, que para eles mesmos era inútil, e aproveitavam a situação para arrancar-lhes enormes juros usurários, por meio dos quais faziam deles escravos por dívidas.”

(Karl Marx, *O Capital*, Livro III, 1894)

O objeto de investigação deste capítulo é o endividamento das famílias pobres e de classe média no Brasil nos anos recentes (2005-2021), um dos lados mais desfavoráveis e visíveis do processo de financeirização. O argumento central é de que o aumento do consumo das famílias com base no crédito é resultado da deterioração dos salários, do alto desemprego e do desmantelamento do sistema de proteção social provocados pela financeirização, que atua como mola propulsora da acumulação de capital.

De fato, a presença dominante do capital portador de juros e do capital fictício<sup>1</sup> passou a liderar as formas de valorização e expansão do capital desde a década de 1980 e se intensificou no século XXI no mundo capitalista. A conjuntura recente, de crise imposta pela pandemia do coronavírus iniciada em 2020, trouxe à tona com mais clareza os efeitos devastadores da financeirização, porque gerou um processo de expropriação ainda maior da renda das famílias brasileiras pela via do pagamento de juros.

A financeirização tem antecedentes distantes no Brasil, porém, para encurtar o caminho da análise, o ano de 2016 pode ser tomado como uma referência importante no período recente. Desde aquele ano foi posta em marcha uma política macroeconômica neoliberal ultra radical que se tornou a expressão definitiva do uso das instituições do Estado brasileiro para o atendimento dos interesses das finanças. Esta afirmação está longe de ser um exagero, dadas as instituições e os instrumentos utilizados: teto e subteto dos gastos (EC 95/2016 e EC 109/2021), flexibilização precarizante do mercado de trabalho (reforma trabalhista de 2017 e MP 1.045/2020), ampla reforma redutora de direitos previdenciários (EC 103/2019), privatizações em áreas estratégicas (setor de petróleo e gás, energia e infraestrutura de transportes), neutralização dos três grandes bancos públicos e instituição do banco central formalmente independente (2021).

Estes mecanismos se sobrepuseram aos já existentes, que compõem a estrutura institucional implantada pelo avanço da financeirização do país em décadas anteriores, como abertura comercial, liberalização financeira, lei de responsabilidade fiscal, regra de ouro do orçamento público, regime de metas de superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante. Esses instrumentos não foram revogados nem integralmente suspensos diante da pandemia do coronavírus e da profunda crise econômica, à revelia dos indicadores deteriorados

1 Os conceitos de **capital portador de juros** e de **capital fictício** foram desenvolvidos por Karl Marx em “*O Capital*”. A concepção de que o capital é “portador” e não “produtor” de juros deriva da análise de que a renda de juros é uma dedução do lucro bruto empresarial através da concessão de crédito, sendo também, extraída dos salários quando se trata de crédito aos trabalhadores. Nessa condição, o dinheiro se converte em mercadoria cujo preço é a taxa de juros. Harribey (2000) propõe o conceito de **valor captado**, pois é uma proporção descontada do valor adicionado e captada pelo setor financeiro. Mas, como a riqueza concreta (bens e serviços) deve continuar sendo produzida pelo trabalho no setor produtivo, a acumulação da renda de juros pelos detentores de capital é uma acumulação de signos de valor ou representações dessa riqueza que tem de preexistir para validá-los. E, como signos de valor acumulados através de ativos financeiros em níveis que superam várias vezes a riqueza concreta, configuram nesse caso, **capital fictício**, pois já deixaram de corresponder ao montante de riqueza concreta existente. Essa característica deriva do fato de que o dinheiro, como observa Ureña (1981) é “a materialização concreta do valor abstrato” surgido da troca mercantil.

das pesquisas de desemprego, desigualdade, violência, pobreza e fome. Pode-se afirmar, sem recorrer a extremismos, que o país está diante da manifestação bem acabada e definitiva dos instintos mais implacáveis de enriquecimento pela via do rentismo das últimas quatro décadas.

A política macroeconômica nacional adotou o mantra do culto ao neoliberalismo, agora em sua versão financeirizada e autoritária. Não basta ser amigável à elite financeira. As regras foram forjadas para sitiar o Estado, pois só se ganha a credibilidade do mercado financeiro quando as mãos são atadas, as regras são imutáveis e o governo, assim imobilizado, perde a capacidade de promover mudanças de rota no futuro em favor do desenvolvimento e dos interesses dos desfavorecidos.

Segundo Bruno (2019; 2017), a financeirização resulta e é reproduzida por um ambiente macroeconômico e estrutural onde as alternativas de liquidez são mais atrativas em termos de risco, liquidez e rentabilidade do que o investimento produtivo. Os recursos disponíveis para investimentos passam a ser alocados preferencialmente em ativos financeiros (títulos públicos, ações, debêntures, derivativos), frente à rentabilidade decrescente da indústria e demais setores não financeiros da economia, provocando crescentes atividades financeiras em empresas não primordialmente financeiras. Essa mudança na estrutura do capitalismo gerou efeitos como: baixo e instável crescimento econômico; especulação desenfreada e aumento de crises financeiras; desindustrialização e baixa

produtividade do trabalho; elevação das taxas de desemprego e queda dos salários; brutal concentração pessoal e funcional da renda; deterioração das finanças públicas, tanto pela captura da arrecadação quanto pelo aumento de despesas financeiras do Estado e, por fim, mas não menos importante, o endividamento das famílias.

O argumento central deste texto é de que o endividamento das famílias é consequência da lógica financeira imposta ao orçamento público e à política monetária, que implica a austeridade fiscal seletiva para gastos primários, o desmantelamento dos esquemas de proteção social e reserva de verbas públicas ilimitadas para gastos financeiros. A dominância financeira asfixia a atividade econômica, reduz os empregos, aniquila salários, comprime a oferta de bens públicos e estreita as transferências de renda para as famílias, constringendo-as a entrar no rolo compressor do endividamento fatal e, assim, favorecer ao rentismo. Os despossuídos, na tentativa desesperada de compensar as perdas, comprometem parcela crescente de suas rendas com gastos financeiros.

Levada ao limite, a lógica das finanças conduz à eliminação populacional, ao engendrar o descarte de parcela da sociedade que se tornou excedente e indesejável, porque perdeu sua utilidade para o capital. A gestão política da pandemia tem servido para mostrar a face real e mais cruel do neoliberalismo e da dominância do capital usurário.<sup>2</sup>

Nestes termos, além desta introdução, a interpretação do endividamento está divi-

---

2 O capital usurário é a forma pré-capitalista do capital portador de juros. Sob as economias capitalistas ele continua a existir, porém liberado da legislação que proibia a usura, ou seja, as altas taxas de juros reais convenientes aos proprietários de capital monetário-financeiro. No Brasil, taxas usurárias de juros reais são praticadas sem qualquer oposição do Banco Central do Brasil. Elas respondem, portanto, pela **singularidade da financeirização na economia brasileira atual**, sobretudo, porque a Lei 4.595/64 outorga ao Conselho Monetário Nacional (CMN) poderes para limitar as taxas de juros. A pergunta, cuja resposta converge para o tema desse capítulo, é: por que motivo teórico-científico o CMN não o faz? Manter-se preso a uma visão liberal-monetarista de que as taxas de juros são determinadas "livremente" pela oferta e demanda de crédito, num mercado bancário-financeiro altamente concentrado como o brasileiro, é substituir os argumentos científicos por pura manipulação ideológica.

dida em mais quatro seções que objetivam tratar historicamente o tema do crédito na dinâmica da acumulação capitalista que, sob a alegação de impulsionar a economia e promover a inclusão financeira dos que possuem menor renda, tem se tornado altamente lucrativo aos bancos e aos setores da indústria e dos serviços, mas tem enredado as famílias em uma lógica de dívidas que se normalizaram, acarretando uma verdadeira *indústria da pobreza*, nos termos de Michael Hudson (1996). Será feita, ainda, uma interpretação do endividamento das famílias, abordando os principais indicadores produzidos pelo Banco Central durante do período 2005 até o primeiro semestre de 2021, assim como de seus principais determinantes macroeconômicos e estruturais.

## **2. As mudanças na natureza do crédito em regimes de acumulação pós-fordistas: o caminho para superendividamento das famílias**

Na fase do pós-Segunda Guerra Mundial, considerada a era de ouro do capitalismo ou o fordismo, havia uma estreita relação entre o avanço do progresso técnico na indústria, aumento dos salários reais por indexação aos ganhos de produtividade do trabalho, e da demanda por produção industrial. Na Europa, o estado de bem-estar social era amplo, pois permitia a igualdade de oportunidades dada pelo acesso igualitário e gratuito a serviços de qualidade nos setores de saúde e de educação. Havia programas de moradia social e de alimentação, que asseguravam dignidade e cidadania para a ampla maioria da população.

A intervenção estatal se voltava para a busca do pleno emprego, redistribuição da renda, industrialização e progresso técnico. O sistema financeiro e seus instrumentos e instituições tinham grande importância para o desenvolvimento econômico e operavam de forma a dar sus-

tentação ao crescimento econômico. A criação ativa de crédito era a mola do investimento produtivo, exercendo, assim, o papel fundamental na geração de poder de compra novo para as firmas investidoras e para o consumo das famílias. O dinamismo do mercado de trabalho e o crescimento simultâneo da produtividade e dos salários colaboravam para uma situação de solvência das finanças nos domicílios de uma próspera e sólida classe de trabalhadores.

Como resultado, a oferta de crédito para consumo e para investimento podia se expandir sem comprometer os rendimentos das famílias assalariadas e o lucro empresarial, o que mantinha a inadimplência em níveis que não bloqueavam a dinâmica do forte e estável crescimento econômico que caracterizou o fordismo, entre 1945 e 1975. Por esta razão, essa configuração da relação entre capital e trabalho assalariado nos países da OCDE é considerada o principal fator da melhoria sustentada das condições de vida e da redução das desigualdades no pós-Segunda Guerra.

Segundo Trumbull (2012), o uso do crédito para consumo no pós-Segunda Guerra Mundial não ocorrerá de maneira uniforme nos vários países. Na França, Alemanha e Grã-Bretanha, o crédito tinha uso limitado. Na França, o crédito era visto como uma ameaça ao crescimento. Dos anos 1950 ao início dos anos 1980, as restrições administrativas sobre os juros e sobre o volume de crédito refletiam uma preocupação de que o crédito ao consumidor prejudicaria os trabalhadores e minaria a política industrial doméstica. Nos Estados Unidos, ao contrário, havia um alto volume de crédito ao consumidor e as atitudes em relação ao crédito para consumo foram moldadas pelo trabalho organizado – que viu o crédito como socialmente benéfico – e por bancos comerciais que estavam dispostos a fazer pequenos empréstimos. Ainda assim, o endividamento das famí-

lias americanas era baixo, oscilando entre 15% a 20% do PIB entre 1950 e início dos anos 1990. Além disso, dos anos 1950 até o início dos anos 1980, os credores americanos e franceses desfrutavam de taxas de inadimplência abaixo de 1% dos saldos pendentes (Trumbull, 2012).

A partir da década de 1980 há uma ruptura nessa dinâmica. Para o capitalismo ocidental, as décadas finais do século XX representaram a entrada em vigor de um regime de crescimento liderado pelas finanças. O capital em bancos e grandes fundos de pensão passou a ter ascendência sobre o capital industrial após a crise dos regimes de crescimento fordistas, cuja expressão mais manifesta foi a estagnação dos anos 1970. As exigências de maior rentabilidade empresarial para o setor produtivo se impunham porque a rentabilidade real de referência passou a ser determinada sob critérios de revalorização financeira dos capitais e não sobre as condições concretas inerentes às atividades produtivas. E é nesse contexto que o compromisso social fordista, que previa a indexação institucionalizada dos salários aos ganhos de produtividade, foi questionado e por fim abolido, levando ao aumento da concentração funcional da renda em detrimento dos salários.

Esta nova etapa do capitalismo correspondia a uma dinâmica favorecedora do rentismo em relação ao capital investido na indústria e dela surgiu o neoliberalismo, propiciador de políticas de liberalização comercial, desregulamentação financeira e privatizações iniciadas nos governos Reagan (EUA) e Thatcher (Inglaterra). O poder da finança se tornou extremamente deletério para os trabalhadores, uma vez que implicava o abandono de modelos desenvolvimentistas e a opção pelo combate à inflação como problema prioritário, o que bloqueava o crescimento e rebaixava o nível do investimento, destruindo postos de trabalho. Junto a isso há um bloqueio das

influências keynesianas, como a intervenção estatal pela busca do pleno emprego, redistribuição da renda, reindustrialização e progresso técnico. Em suma, as empresas do setor produtivo passaram, crescentemente, a subordinar-se à racionalidade e interesses da acumulação financeira, fazendo recair sobre as classes médias e assalariadas os custos dos ajustes impostos pela crise do fordismo.

Esse novo regime de acumulação pós-fordista, sob o domínio das finanças, combinava mercado de trabalho com a expansão do crédito para consumo, para fazer frente à estagnação dos salários reais e à contração de benefícios sociais até então providos pelo setor público, os quais se tornavam mais limitados ou mesmo extintos.

O padrão de uso intensivo de crédito ao consumidor pelos EUA nas décadas de 1990 e 2000, em grande parte resultado do afrouxamento regulatório, tornou-se também relativamente comum na Europa. As nações europeias, na esteira da desregulamentação financeira, experimentaram um *boom* do endividamento do consumidor que na década de 1990 as aproximou, e em alguns casos superou, os níveis dos EUA (Trumbull, 2012). Nos anos 2000, após a crise mundial de 2007-2008 e a situação econômica altamente desigual que gerou, nota-se uma nova expansão do crédito e a dependência cada vez maior da dívida privada funcionando como mecanismo para mitigar e adiar os efeitos deletérios da crise sobre as famílias. Soederberg (2014) chama a esse fenômeno de *reprodução social por meio de dívida* e afirma que se trata de “nova forma de governança” baseada na construção da confiança do público em dívida e crédito que normalizam e despolitizam o endividamento.

A expansão dos mercados financeiros coincidiu com o recuo do Estado de bem-estar social em muitas das economias avançadas, particularmente nos EUA e



Reino Unido e na periferia da América Latina. Através de políticas que estimulavam a flexibilização precarizante do emprego e a privatização da seguridade social, os governos moldaram ativamente a financeirização no cotidiano das famílias, agora instigadas a buscar nos fundos de previdência aberta, planos de saúde, educação privada e seguros de toda espécie, uma proteção para os riscos que antes era assegurada por fundos públicos e políticas universais. Os agentes do mercado financeiro tornaram-se os gestores da política social.

A expropriação de direitos sociais se tornou a tônica das reformas neoliberais no final do século XX e XXI na periferia. A política social deixou de ser o mecanismo de consolidação de direitos universais. Predominaram as políticas focalizadas, caracterizadas pela baixa cobertura e reduzido valor dos benefícios, apenas como compensação precária aos efeitos destrutivos do capitalismo financeirizado sobre o mercado de trabalho. A ideia prevalente passou a ser a da *remercantilização da reprodução social*.

O avanço do endividamento das famílias surge nesse contexto da adoção de um conjunto de instituições e políticas restritivas da intervenção estatal no combate às desigualdades e à pobreza, em que tanto o salário direto e o indireto, duas das características institucionais básicas que viabilizaram os regimes de crescimento fordistas, foram drasticamente penalizados. Os salários diretos, como já mencionado, foram desconectados dos ganhos de produtividade e os salários indiretos (resultantes da provisão dos serviços públicos em saúde, educação, previdência, transportes etc.) foram em parte reduzidos e em parte transferidos para a provisão privada, isto é, mercantilizados, doravante regidos pela lógica da acumulação privada e dos lucros empresariais de curto prazo.

Para Wiedemann (2021), as maneiras

pelas quais os *welfare states* distribuem benefícios juntamente com os mecanismos de acesso ao crédito, definidos pelo sistema financeiro, moldam os padrões de endividamento das famílias. Em sistemas de proteção social restritivos, as pessoas dependem de poupanças pessoais, cortes de despesas e apoio familiar para enfrentar momentos de crise. Inevitavelmente, os grupos economicamente desfavorecidos são empurrados para o endividamento em estados de bem-estar limitados e, portanto, o crédito substitui as políticas sociais. Mas como se trata de um contingente populacional com maior vulnerabilidade social devido às baixas remunerações ou precárias condições de vida, a inadimplência torna-se a regra, enquanto a solvência é a exceção. Por outro lado, em estados de bem-estar abrangentes, os grupos vulneráveis são protegidos por meio de benefícios do governo que exercem a função de salário indireto, enquanto os mercados de crédito complementam as políticas sociais no fornecimento de liquidez financeira aos grupos de renda alta.

O estado neoliberal, ao desconstruir os esquemas de proteção social, reduzir a renda das famílias e as impelir ao endividamento cotidiano a juros aviltantes, como no caso do Brasil, é cúmplice nos processos de financeirização e a financeirização é *“uma maneira que o Estado chama e organiza a população [sic] para que alguns floresçam e outros sejam deixados para trás”* (Martin et al. 2008, p. 123).

No livro *“Debtfare States and the poverty industry”* Soedeberg (2014) afirma que o processo de endividamento não é apenas guiado por uma preferência pelo mercado, típica do neoliberalismo, mas é também uma construção social que tem dimensões ideológicas e que foi facilitada e reproduzida pelos capitalistas e estados da era neoliberal. Empréstimos para pobres foi o grande negócio e é agora integrado nas instituições financeiras dominantes

para operar nas franjas da economia. Essa mudança foi denominada por Roy (2010) como “capital da pobreza”, ou seja, uma estratégia mercantil de conversão da hipossuficiência de renda numa oportunidade lucrativa, desde que entre em cena uma renda mínima auferida por esses grupos ou proporcionada pelo Estado, para desencadear um verdadeiro processo de capitalização das baixas condições de vida. Afinal, a população pobre, de baixa renda ou mesmo desempregada e descapitalizada, não deixa de representar um mercado consumidor em potencial. Basta um primeiro impulso.

Johnna Montgomerie (2009), analisando a experiência de financeirização das famílias americanas, argumenta que a securitização lastreada em ativos facilitou a criação generalizada de crédito ao consumidor. Os processos de securitização provocaram o *boom* de crédito, tornando-o fácil e disponível para as famílias, mas também tornou os emissores de crédito dependentes de indivíduos que já têm saldos pendentes (chamados rotativos), a fim de financiar seu modelo de negócios. Processo semelhante ocorre no Brasil. A escala da dívida hipotecária e não hipotecária em relação à renda das famílias revela a extensão do processo de securitização e, ao mesmo tempo, da insegurança financeira entre as famílias de renda média diante da queda dos salários, declínio do apoio estatal e aumento do custo de vida. A política cotidiana de consumo baseado em dívida vem para cobrir a distância entre despesa e receita e contribuiu para a consolidação social da dinâmica da financeirização no Brasil.

A ideia de que os mercados de crédito podem cumprir funções que se assemelham às políticas sociais é, no mínimo, inconsistente. Os estados de bem-estar foram projetados para proteger contra perdas de renda que decorrem dos riscos e flagelos do mercado, tais como o desem-

prego, acidentes de trabalho, doenças, invalidez e velhice. Além disso, realizam investimentos sociais em infraestrutura nas áreas de educação, creches, saúde e habitação popular. O papel redistributivo é uma meta central dos estados de bem-estar social, uma vez que somente o Estado, em grande escala, ou as organizações sem fins lucrativos e as iniciativas populares filantrópicas, essas duas em muito menor escala, poderiam assumir objetivos sociais *ex ante* e não-mercantis.

O crédito, ao contrário, é explicitamente um mecanismo de expropriação de salários e de concentração de renda no caso do Brasil. A prática de tarifas e de juros anormalmente elevados demonstra a existência de um mercado predatório porque resulta em dano desproporcional para o tomador do empréstimo de baixa renda ou de minorias raciais. Não se pode assumir a priori que os produtos vendidos pelos bancos melhorem o bem-estar social de seus clientes, promovam um efeito positivo sobre o crescimento econômico e elevem o nível de eficiência social da coletividade. Pelo contrário, alguns autores formularam o conceito de *exclusão financeira* – “condição na qual as famílias ou áreas de baixa renda não conseguem obter serviços financeiros adequados, ou somente conseguem obtê-los a um custo excessivamente alto, impedindo a sua capacidade de se tornar mais próspera ou de evitar as armadilhas das dívidas. [...] os bancos em muitas nações estão criando novas formas de transações, empréstimos e serviços de transferência de dinheiro para as famílias de baixa renda [...] os quais, em muitos casos, estão pondo em risco a viabilidade financeira das mesmas no longo prazo” (Dymski, 2007, p. 256).

Estudo do Banco Mundial (World Bank, 2005) mostra que os agentes econômicos de baixa renda pagam mais por serviços bancários básicos do que outros agentes e a explicação central é que as insti-

tuições bancárias oferecem descontos para transações maiores. Assim, os pobres e a classe trabalhadora estão sendo induzidos a tomar recursos emprestados, a receber cartões de crédito e de débito enfrentando altas tarifas, cláusulas de penalidades e juros elevados. Fazem parte do segmento de consumidores bancários cujos contratos são redigidos com a expectativa de extrair retornos suficientes no curto prazo para compensar o que será inevitavelmente um problema de insolvência no futuro. Nesse contexto, o setor bancário-financeiro atua regressivamente no campo social, cobrando taxas mais altas de juros para quem menos renda e patrimônio possui, enquanto as camadas mais favorecidas da sociedade obtêm taxas de juros e tarifas bem menores. Essa é uma prova incontestável não só da impossibilidade de o setor privado financeiro assumir objetivos sociais *ex ante*, mas também *ex post* como efeito externo positivo. Portanto, é lícito afirmar que o setor privado financeiro não se estrutura, não possui a racionalidade e não funciona de modo adequado a substituir as políticas públicas que somente o Estado pode formular e gerir adequadamente.

Além dos bancos, lojas do grande varejo que vendem bens duráveis e não-duráveis expandiram seus serviços de crédito ao consumidor. Os bancos frequentemente estão por trás destas fontes diretas de crédito, na medida em que foram adquirindo companhias financeiras e criando operações financeiras em *joint-venture* com vendedores do varejo (Dymski, 2007). Outro mercado de crédito ao consumidor que é abrangente no Brasil e no resto do mundo é o *e-commerces*, isto é, empresas

vendem a crédito, por meio de lojas virtuais próprias onde compra e venda ocorrem inteiramente pela internet, através de cartões de crédito e boletos. Nelas é possível comercializar qualquer produto (livros, eletrônicos, roupas ou alimentos), usando vários dispositivos (computadores, tablets e smartphones). Os exemplos de grandes *e-commerces* são a Amazon, eBay, Walmart, AliExpress e, no Brasil, B2W Digital e Magazine Luiza.

Porém, o fenômeno mais recente no mercado de crédito são os serviços de plataformas *fintechs* de empréstimo. Em abril de 2018, o Banco Central regulamentou o funcionamento das *fintechs* de crédito ou plataformas *online* de crédito de baixo custo e de forma facilitada para serem acessadas através de aplicativos disponíveis em celulares, para empresas e pessoas físicas na *web*.<sup>3</sup> Essas *fintechs* são startups financeiras que analisam e liberam empréstimos, utilizando inteligência virtual e análises avançadas, ofertando crédito direto ao consumidor (CDC) e empréstimos coletivos como o "Peer-to-Peer Lending" (P2P), com taxas mais baratas que bancos tradicionais e prazos mais longos. São exemplos o Nubank, PicPay e GuiaBolso. Estas empresas oferecem ao consumidor uma variedade de produtos como acesso a conta corrente, cartão de crédito, empréstimos, pagamentos e seguros de maneira rápida e sem a burocracia dos bancos tradicionais. As operações são feitas baixando o aplicativo da empresa em celulares iPhone e Android, fazendo um cadastro e realizando as transações pela Internet.

O mercado de crédito da era digital ofe-

3 O Banco Central instituiu dois modelos de operações para as *fintechs*: Sociedade de Crédito Direto (SCD) e Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Na SCD empresas emprestam recursos próprios e podem atuar com seguros e análise de crédito. Na SEP, a concessão ocorre *peer-to-peer lending* (P2P). Neste caso, a plataforma serve de ponte para operações de empréstimo e financiamento, conectando quem precisa dos recursos aos seus investidores. Seja no modelo SCD, seja no SEP, as *fintechs* devem ser constituídas como sociedade anônima.

rece facilidades tecnológicas que funcionam como armadilhas perigosas para os tomadores aflitos por necessidades financeiras. As inovações financeiras e os avanços tecnológicos transformaram o crédito em um mecanismo com alto grau de automação e digitalização. Através de internet banking e acessos por celular, criaram ambientes facilitadores da contratação de empréstimos e de venda agressiva de serviços financeiros que podem comprometer o mínimo vital das famílias de média e baixa renda. De “financeiramente incluídas” podem virar “financeiramente exploradas”, agravando as circunstâncias socioeconômicas problemáticas de domicílios que já convivem com a marginalização social e com a omissão perversa das políticas públicas na era da financeirização.

O acesso a serviços financeiros só se torna uma vantagem se o acesso ao crédito puder elevar o nível de vida das famílias (Dymski, 2007). Se, ao contrário, sempre que o aprofundamento financeiro alcança uma classe trabalhadora menos sólida, de renda baixa e instável, recrutada por relações de crédito exploradoras, haverá a criação de um circuito vicioso de endividamento, pobreza e nenhum impacto sobre o crescimento econômico. Serão os agentes financeiros e os proprietários das empresas financeiras e dos bancos os únicos ganhadores. Estes ganham o que os tomadores de crédito perdem, numa relação que, embora contratualizada e regulada pelas autoridades governamentais como o Banco Central, na prática funciona como um esquema sofisticado de agiotagem legalizada, mas encoberto para os que não o analisam criticamente.

Nessas circunstâncias, ao risco de inadiplência do trabalhador se somam às vulnerabilidades do mercado de trabalho. Ao invés de ser amparado pelo fundo público, o trabalhador recebe a carga da dívida que lhe leva à pobreza. Cheque especial, empréstimos rotativos, empréstimos

consignados e parcelamentos em cartões de crédito contratados a juros elevados não resolvem deficiências na distribuição de renda e levam ao descontrole financeiro do orçamento das famílias. A ideia de que falta educação financeira às famílias não resolve a questão de fundo. Se fossem efetivamente educadas, a maior parte delas tentaria evitar as armadilhas antes ocultas nesses produtos e serviços ofertados ou procuraria delas fugir, caso já estivesse nelas enredadas.

### **3. Análise dos Indicadores do Endividamento no Brasil**

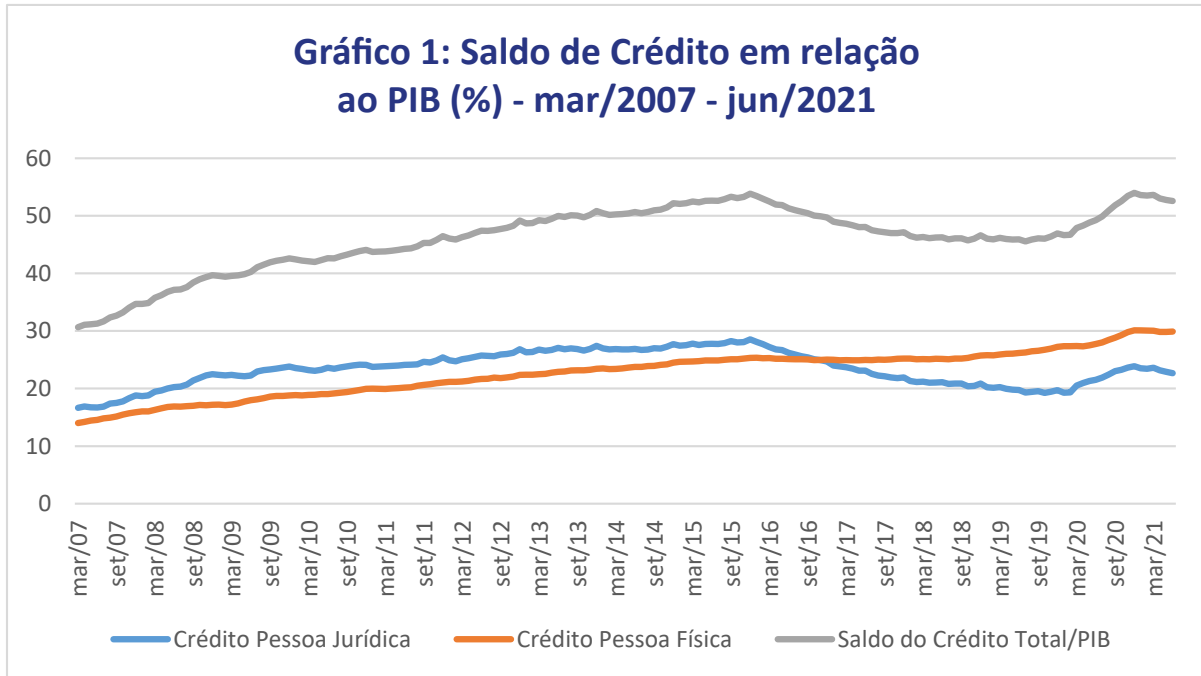
A deterioração das condições de vida do Brasil durante a pandemia tornou-se dramática. Muitos domicílios compostos por famílias marginalizadas (de subempregados ou desempregados) estão crescentemente dependentes de empréstimos muito caros para pagar necessidades básicas de subsistência. O endividamento tem sido tomado como a última alternativa para evitar, reduzir ou retardar os sofrimentos da marginalização.

O gráfico 1 mostra, com dados do Banco Central, o crescimento da relação saldo do crédito/PIB no Brasil. Essa variável, que estava no patamar de 25,7% em 2000, alcança 30,7% em 2007 sendo menos da metade (14% do PIB) dirigido para pessoa física. A trajetória do Crédito/PIB atingirá um pico de 53,8% do PIB em dezembro de 2015. A partir de então, com a entrada da economia em forte desaceleração, há contração do crédito, demonstrando a preferência pela liquidez dos bancos, que adotam um comportamento defensivo e seletivo diante das expectativas incertas de uma economia em declínio. A relação crédito/PIB só voltará a crescer em 2019 quando atingirá 52,6% em julho de 2021 (o crédito alcançou R\$4,2 trilhões).

É importante observar que o crédito à pessoa física mantém uma trajetória de crescimento durante toda a série. E, o que

é mais relevante, a partir de 2016 verifica-se uma mudança qualitativa na estratégia dos bancos. Estes invertem a tendência de longo prazo, de forma que o crédito para as famílias passa a ser superior àquele destinado às empresas. Em dezembro de 2020,

com a pandemia já em curso há dez meses no Brasil, a relação crédito/PIB chega a sua máxima histórica de 54% do PIB, sendo mais da metade (30% do PIB) destinado às famílias (gráfico 1).



Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

Os bancos atuaram expandindo o crédito com taxas de juros menores do que as praticadas antes da pandemia a despeito da crise, quando naturalmente aumenta a percepção de risco e o comportamento dos juros deveria ter sido de alta. Porém, o Banco Central do Brasil, em reação à crise, além de reduzir a taxa Selic para o seu mais baixo patamar nominal (2% em vigor entre ago/2020 e fev/2021), adotou um número considerável de medidas visando a expansão da carteira de crédito dos bancos para ajustar o nível de capitalização do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para enfrentar a crise. Neste rol estão o provimento de liqui-

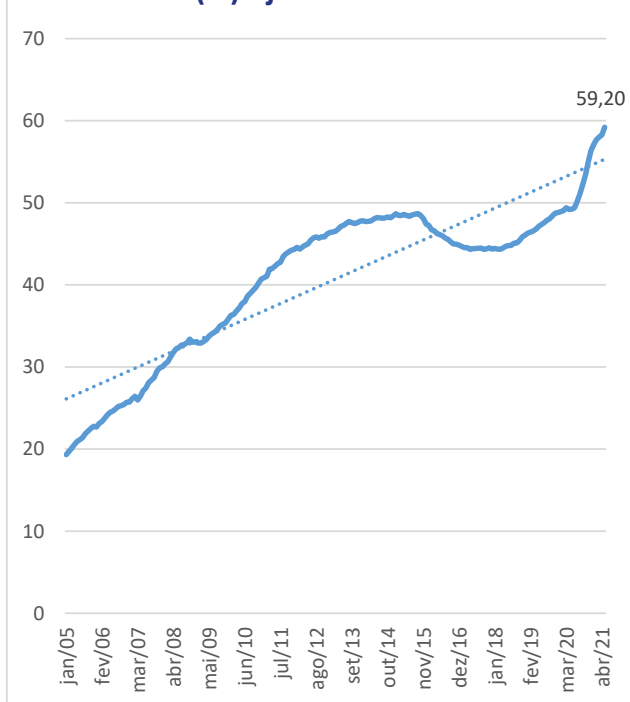
dez (como, p.ex., redução do compulsório), a redução de requerimentos de liquidez e de capital e a flexibilização regulatória. Devido a esses estímulos, as operações de crédito mostraram expressivo dinamismo durante a pandemia.

Merece destaque o crescimento de 31,6% da carteira de crédito a micro, pequenas e médias empresas no ano de 2020 (enquanto para as grandes empresas o aumento foi de 16%), o que é de grande relevância para o bem-estar das famílias, pois livra empresários de pequeno porte da falência, mantém empregos e alivia a pobreza nesses segmentos.<sup>4</sup>

4 Micro, pequenas e médias empresas foram as grandes beneficiárias de medidas adotadas na esteira da pandemia de covid-19, como o Programa Emergencial de Acesso a Crédito (Peac), do BNDES, e o Programa Nacional de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Pronampe). Esses programas garantiam crédito a juros menores e prazos maiores. No Pronampe, por exemplo, os bancos emprestam a empresários tendo como garantia recursos de um

De fato, o indicador de endividamento das famílias (relação entre o estoque de dívida das famílias com o Sistema Financeiro Nacional e a massa salarial ampliada disponível, acumulada em doze meses), bateu recorde em plena crise da Covid-19. Em maio de 2021 alcançou o patamar de 59,2% da renda acumulada nos últimos doze meses (gráfico 2). É um percentual considerado baixo se comparado aos países da OCDE (121% em média em 2018) e inferior aos EUA (77,2% em maio de 2021) (Martins 2020). Porém, a evolução desse indicador merece investigação por seu comportamento velozmente ascendente no Brasil.

**Gráfico 2: Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses (%) - jan 2005 - mai 2021**



Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

O endividamento das famílias pode ser dividido em três fases. A primeira, vai de 2005 a 2015. Observa-se que, em janeiro de 2005, o estoque de dívidas das famílias brasileiras representava 19,32% da renda anual acumulada. O endividamento cresceu a taxas elevadas até setembro de 2015, quando atingiu 48,68%, em grande parte em decorrência do aumento da massa salarial que, por sua vez, resultou do elevado nível de emprego, expressivo crescimento real do salário mínimo e das transferências de renda às famílias (aposentadoria, pensões, bolsa-família, BPC, seguro-desemprego), gerando uma expansão do consumo comandada por salário e crédito.

A ampliação da transferência monetária às famílias impôs, em contrapartida, a retração e/ou degradação da qualidade da oferta de serviços públicos essenciais em decorrência dos garrotes nas verbas orçamentárias sob regime fiscal de metas de superávit primário. Assim, mesmo com salários em crescimento nas classes de média e baixa renda, os empréstimos contraídos eram usados para complementar a aquisição de planos de saúde, planos de previdência, ensino em escolas privadas, creches, seguros e hipotecas. Em outros termos, o crédito apoiava a remercantilização da reprodução social ao permitir o acesso ao consumo de serviços essenciais que deveriam ser ofertados pelo Estado e que, por seu alto preço, se tornaram inalcançáveis aos níveis salariais vigentes.

É nesse período que hospitais, laboratórios, planos de saúde e faculdades privadas entraram na rota de grandes investidores do mercado de capitais. Com isso, a provisão de serviços, antes nas mãos do Estado, passa a ter como meta prioritária o

fundo público (Fundo Garantidor de Operações – FGO). Em contrapartida, as empresas beneficiadas assumem o compromisso de preservar o número de funcionários (Araujo, 2021). Do total de R\$ 272 bilhões de crédito bancário contratado em 12 meses até março/2021, R\$ 196 bilhões (72%) ficaram com as companhias de menor porte, enquanto as maiores obtiveram R\$ 77 bilhões. O Peac deixou de ser oferecido em dezembro de 2020, enquanto o Pronampe vai se tornar política permanente de crédito (Banco Central, 2021).

lucro dos acionistas, notoriamente pertencentes a corporações financeiras internacionais, que se transformaram em gestores indiretos da política social (Lavinhas e Gentil, 2018). O Estado foi reestruturado para operar de forma consistente com a lógica de acumulação financeira, expropriando direitos sociais pela privatização e compelindo as famílias ao endividamento.

É importante ressaltar, entretanto, que o crédito pessoa física cresceu expressivamente no período 2005-2015, porém a dívida das famílias encontrava viabilidade financeira no aumento da renda dos trabalhadores que crescia acima da produtividade do trabalho (Bruno & Caffé, 2018). Além disso, parte importante do endividamento das famílias era explicado pela expansão do crédito habitacional, com taxas de juros subsidiadas dos bancos públicos. De fato, em paralelo ao endividamento, houve queda da inadimplência entre 2012 e 2015 (gráfico 6).

A segunda fase do endividamento corresponde ao curto período que vai de 2016 a 2017. Há redução do indicador nessa fase, explicada pela desaceleração econômica profunda, maior seletividade no crédito às famílias e aversão ao risco dos bancos, mas esse cenário se reverte a partir de janeiro de 2018. A terceira fase do endividamento, corresponde ao período 2018-2021, quando a dívida das famílias volta a subir, mas por fatores diferentes daqueles do período 2005-2015. O neoliberalismo se radicaliza, provocando aprofundamento da precarização do mercado de trabalho e cortes de gastos públicos essenciais. A queda dos juros desse período foi acompanhada da maior oferta de crédito pelos principais bancos. Nota-se que o grande salto do endividamento ocorrerá durante a pandemia da Covid-19 iniciada em 2020.

Tomando-se como fonte de dados a Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC) da Confederação Nacional do Comércio (CNC), em janeiro

de 2019, 60,1% do total das famílias estavam endividadas na fase pré-pandemia. Esse patamar cresceu rapidamente, alcançando 69,7% em junho de 2021 (gráfico 3). Quando se consideram apenas as famílias que ganham menos de dez salários mínimos, verifica-se que 70,7% estão endividadas e 40% estão com dívidas em atraso. Deste segmento de inadimplentes, 46,1% não têm condições de pagar suas dívidas.



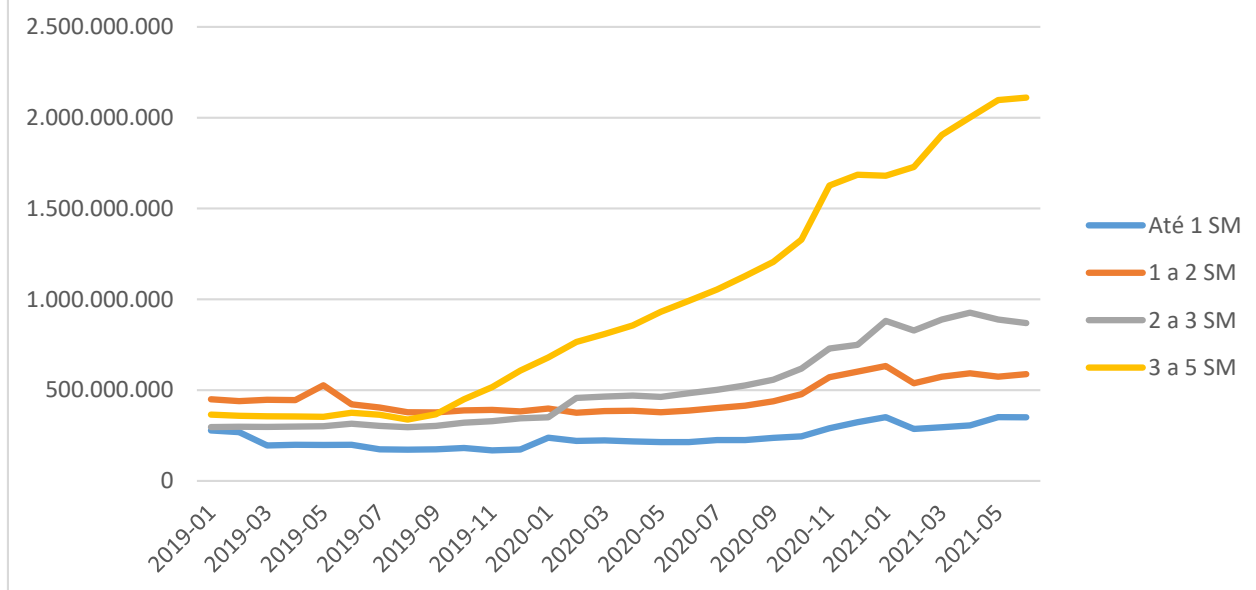
Fonte: Confederação Nacional do Comércio (CNC). Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC). Elaboração própria.

Levando-se em consideração os dados da carteira de crédito do Banco Central, verifica-se que os empréstimos para pessoa física cresceram rapidamente na pandemia para todas as faixas de renda. Porém, nas faixas de rendas mais baixas, o quadro é dramático para os que ganham de três a cinco salários mínimos (gráfico 4), onde o comprometimento com empréstimos dispa-

### Gráfico 4: Carteira de Crédito Pessoa Física

(em R\$ a preços de jun/2021)

jan 2019 - jun 2021

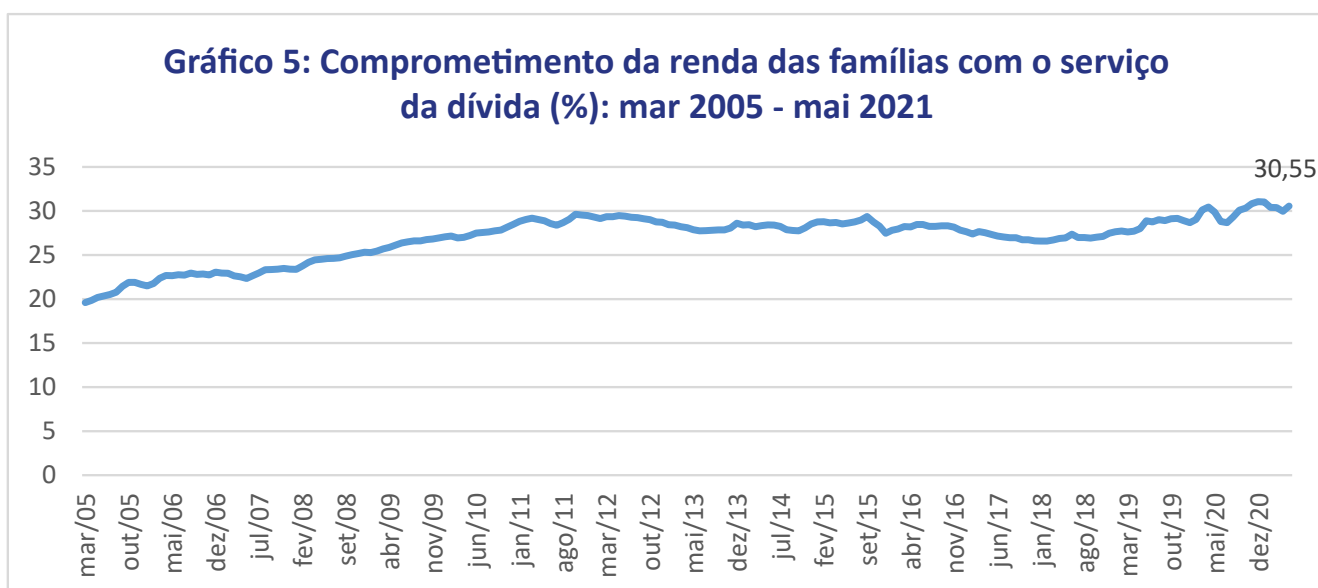


Fonte: Banco Central. Dados deflacionados pelo IPCA.

Outro indicador relevante, o “comprometimento de renda das famílias”, mede a relação entre o valor dos pagamentos mensais com o serviço da dívida (juros e amortizações) e a média móvel trimestral da Massa Salarial Ampliada Disponível (MSAD). Este indicador faz uma análise de fluxo, enquanto o endividamento é uma variável de estoque. O comprometimento de renda total das famílias era de 19,6% em março

de 2005. Numa performance similar ao endividamento, sobe na pandemia, principalmente depois de junho/2020, chegando ao inédito patamar de 30,55% em maio de 2021 (gráfico 5). As famílias brasileiras encontram-se em situação patrimonial frágil, pois nunca deveram tanto e nunca gastaram tanto de suas rendas com pagamento de serviços da dívida.

### Gráfico 5: Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida (%): mar 2005 - mai 2021



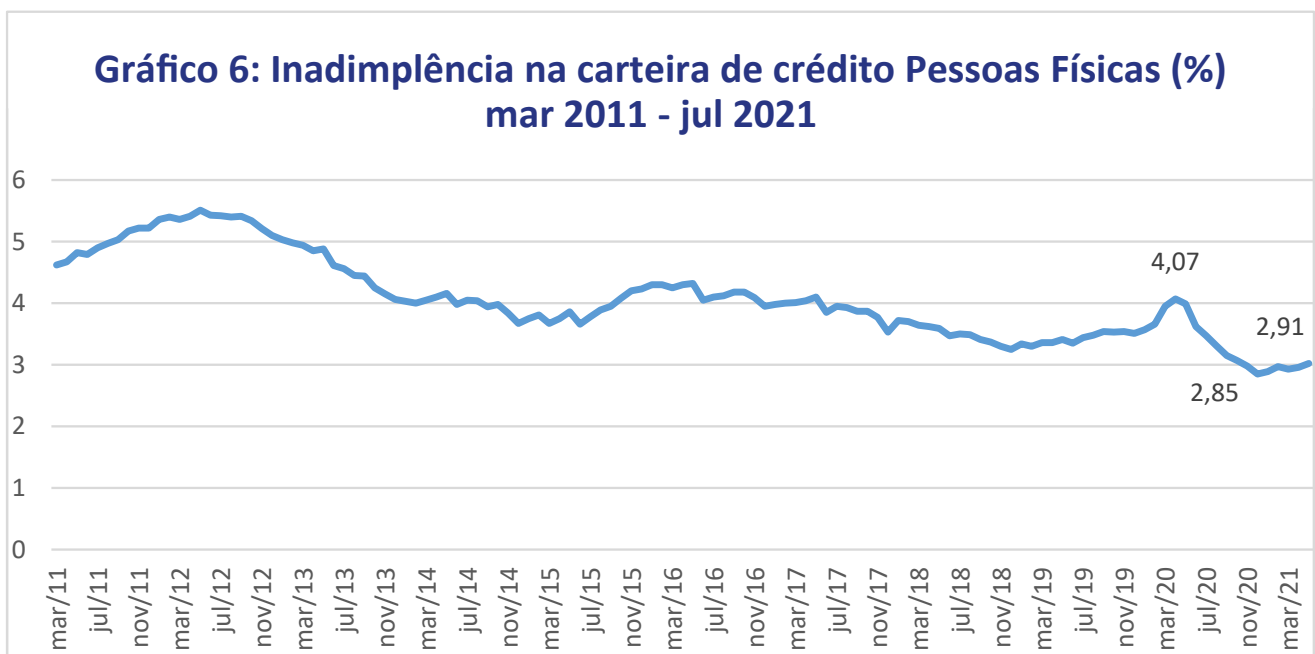
Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.



Outro indicador importante é o de inadimplência da carteira de crédito pessoa física (percentual com atraso entre 15 a 90 dias). A série do Banco Central se inicia em março de 2011. Percebe-se pela curva (gráfico 6) uma tendência de queda da inadimplência a partir de maio de 2012, explicado pela melhora nos indicadores de desemprego e de crescimento da massa salarial real acima da produtividade do trabalho, como observado anteriormente. A partir de janeiro de 2019 essa tendência de queda se inverte e a inadimplência começa a subir até abril de 2020 (quando atingiu 4,07%), ou seja, no início da pandemia.

A partir de então, surpreendentemente, se inicia uma trajetória de queda até dezembro de 2020. A explicação pode estar em vários fatores, tais como: o recebimento do Auxílio Emergencial que parece ter

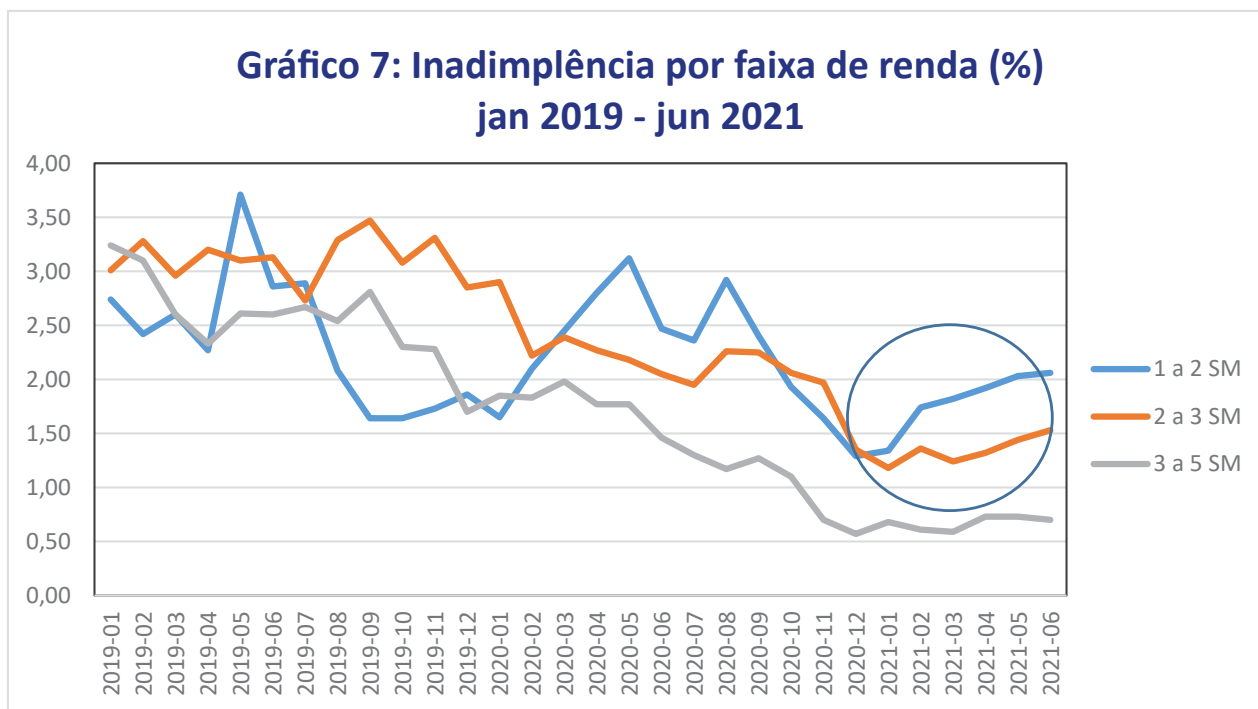
tido empregado para quitar dívidas (Araujo, 2021); a queda de juros após março de 2020 em algumas linhas de crédito; as novas formas de repactuação de dívidas (extensão de prazos de pagamentos e refinanciamento – quando as pessoas pegam empréstimos novos para pagar antigos); e a prorrogação/suspensão de contratos de crédito em programas públicos dirigidos às micro, pequenas e médias empresas, que acabaram favorecendo indiretamente as condições financeiras das famílias. A soma desses fatores contribuiu para que as taxas de inadimplência ficassem abaixo das observadas em todos os períodos anteriores da série (gráfico 6). Porém, observa-se uma clara tendência de crescimento da inadimplência no primeiro semestre de 2021 (2,91% em julho).



Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

De fato, a queda da inadimplência foi por curto período. A partir de janeiro de 2021 volta a subir. O gráfico 7 aponta que a inadimplência para as famílias de um a dois

salários mínimos e de dois a três salários mínimos esteve subindo velozmente no primeiro semestre de 2021.



Fonte: Banco Central. SCR data. Elaboração própria.

Não poderia ser outro o resultado: o quadro sanitário e econômico do país se agravou em 2021; o governo suspendeu por três meses o pagamento do auxílio emergencial a partir de dezembro de 2020 (sua retomada só ocorreria em 6 de abril/21, com valores muito menores, para uma população numericamente inferior); a taxa de juros básica iniciou uma trajetória de alta acelerada, atingindo o custo dos empréstimos e dificultando a rolagem de dívidas; e a maioria dos programas de empréstimo para as micro, pequenas e médias empresas chegou ao fim em dezembro de 2020, como é o caso dos programas do BNDES ou foram drasticamente reduzidos para apenas

8% do crédito emergencial concedido em 2020, como no caso do Pronampe. Este último foi estendido, mas com juros mais elevados e queda da cobertura de perdas pelo FGO de 85% em 2020 para 30% em 2021.

A demora na concessão do alívio às famílias e a sua retirada precoce foi resultado da aposta do governo na imunização de rebanho, no falso dilema entre saúde e retomada da economia, assim como na ideia de que, na ausência do pagamento dos benefícios, a população seria obrigada a voltar a trabalhar, pois o Auxílio Emergencial era entendido como um desestímulo ao trabalho.<sup>5</sup>

5 O Presidente da República sabotou várias vezes o auxílio dos governadores à população, inclusive entrando no Supremo Tribunal Federal - STF - para derrubar o *lockdown* em alguns Estados que o decretaram em função do colapso do sistema de saúde. O STF deu ganho de causa aos governadores. Como demonstrou a CPI da Covid no Senado, o governo federal também não comprou vacinas no prazo adequado, deixou faltar oxigênio em hospitais e remédios para realizar a intubação de pacientes nas UTI's. Por outro lado, defendeu e empregou verbas públicas

O Auxílio Emergencial de R\$ 600,00 em 2020 foi, de fato, uma experiência extraordinária no Brasil em termos de transferência de renda não contributiva. Certamente evitou o colapso imediato da economia e impediu que as famílias caíssem na pobreza ao assegurar a entrega de, aproximadamente, 67 milhões de benefícios, alcançando 40 milhões de domicílios, o que significa que beneficiou, direta ou indiretamente, 130 milhões de pessoas (60% dos brasileiros) (Paiva et. al. 2021). O custo do Auxílio Emergencial alcançou R\$ 45 bilhões por mês em 2020, um valor 1,3 vezes maior que toda a verba anual reservada ao Bolsa Família no orçamento de 2021.

O governo federal, entretanto, considerou que a adoção de um benefício emergencial com custos dessa magnitude não seria financeiramente viável por mais tempo. Paralisou a concessão do Auxílio Emergencial nos três primeiros meses de 2021 e sua retomada, a partir de abril, com um valor muito mais baixo e com cobertura 40% inferior àquela do ano anterior, estrangulou as condições de vida das famílias.<sup>6</sup> A situação de adoecimento e morte em larga escala, produzem elevadas despesas para as famílias com atendimento hospitalar e medicamentos, em função da superlotação do sistema público de saúde, levando os domicílios a uma situação de impasses financeiros desesperadores. Muitas famílias perderam o principal ou mesmo o único responsável pelo sustento do domicílio.

A criação do Auxílio Emergencial não foi acompanhada pela ampliação do acesso a

cuidados essenciais de saúde, cobertura para educação à distância, alimentação às populações vulneráveis, amparo a idosos, mulheres e crianças. Como consequência, o crédito passou a substituir a insuficiência de renda e a ocupar o vazio deixado pela deterioração das políticas sociais, empurrando a classe média e os grupos economicamente desfavorecidos para o endividamento progressivo, em condições adversas e profundamente aflitivas.

#### 4. Estrutura Produtiva, Mercado de Trabalho e Endividamento das Famílias

A estrutura do Estado de bem-estar social determina o tamanho dos déficits financeiros que os indivíduos enfrentam. Porém, é fundamental ressaltar que existem problemas que estão para além da perda de direitos sociais. As transformações na estrutura produtiva dos últimos quarenta anos têm um peso decisivo na explicação do empobrecimento e endividamento progressivos da classe trabalhadora no Brasil, porque correspondem a uma fase de regressão.

A concentração na produção de *commodities* alimentícias, minerais e energéticas, a desindustrialização precoce, o crescimento acelerado do setor de serviços e a hipertrofia do setor financeiro geraram baixíssimo dinamismo. A queda dos ganhos de produtividade, fundamental em todo processo consistente de desenvolvimento socioeconômico, é um dos subprodutos dessas transformações. Pochmann (2019) realça estes elementos estruturais e acentua que

---

na compra de medicamentos que comprovadamente não tinham nenhuma eficácia para o tratamento da Covid-19. Praticou-se a desconstrução do Estado em pleno pico da pandemia, como se os pobres não fizessem parte da sociedade brasileira e o Estado não estivesse obrigado constitucionalmente a amparar, num típico movimento de sociedades onde os imperativos das finanças impõem uma moral peculiar e dominam com seus interesses todas as esferas de decisões do Estado.

6 A partir de abril de 2021 o Auxílio Emergencial passou a ser pago em sete parcelas (de abril a julho), com valores específicos conforme o perfil do beneficiário. O valor médio do benefício é de R\$ 250, mas pode variar de R\$ 150 a R\$ 375 a depender da composição de cada família. O Ministério da Cidadania informou que, até 15 de julho/2021, apenas 39,3 milhões de famílias foram contempladas pelo Auxílio Emergencial em 2021, contra 67 milhões em 2020, o que representa apenas 58% do número de beneficiados do ano anterior.

“nos últimos quarenta anos, o país acumulou duas décadas econômicas perdidas (1980 e 2010), responsáveis pela estagnação da renda per capita e pela queda da participação relativa no PIB mundial de 3,2%, em 1980, para 1,7%, em 2020” (Pochmann 2021, p.3).

Os fatores estruturais da era neoliberal estão associados à integração brasileira aos circuitos internacionais da acumulação de capital financeiro (Paulani, 2008) e resultaram na destruição de postos de trabalho de mais alta qualidade, notadamente no setor industrial, e nos processos de desassalariamento. São fenômenos da grave crise do emprego no Brasil, que se originam do passado e não na crise instalada pela pandemia da Covid-19, mas esta certamente a agravou de forma exponencial. O mercado de trabalho formal foi gerando empregos de baixa qualificação, com menores salários, predominantemente informais, intermitentes, terceirizados e sem proteção social. Multiplicaram-se os trabalhadores por conta própria, nas formas de *microempreendedorismo*, *pejotização* e *uberização*. Uma massa de empobrecidos foi se aglomerando nas grandes cidades sem perspectivas de mobilidade social ascendente.

Pochmann (2021) destaca o avanço do processo de desqualificação social dos segmentos intermediários da estrutura social. A ruína da classe média assalariada e proprietária tornou-se evidente. Na pandemia, o quadro se agrava, tanto assim que, em 2020, as medidas de transferência de renda do orçamento federal representaram 13 pontos percentuais acima do verificado no ano de 2019.

De fato, em 2020, o país sofreu uma retração de 4,3% do seu Produto Interno Bruto (PIB), traduzindo-se em 2021 (trimestre encerrado em abril) numa elevada taxa de desemprego de 14,7% da População Economicamente Ativa (PEA), equivalente a 14,8 milhões de pessoas. Menos da metade (48%) da população em idade de trabalhar

está ocupada no país. A taxa de informalidade alcançou 39,8% (34,2 milhões de pessoas), o número de desalentados atingiu 6 milhões de trabalhadores e a população subutilizada chegou ao número recorde de 33,3 milhões (PNAD Contínua/IBGE, dados do trimestre terminado em abril). Entre maio/2020 e abril/2021, com a pandemia devastando o país, o total de empregados com carteira assinada sofreu uma redução de 8,1%.

Dados dos componentes do PIB pelo lado da demanda revelam que o consumo das famílias, elemento que diretamente reflete o bem-estar material da sociedade, vem se contraindo desde 2018 (ver tabela 1). Nota-se que, no primeiro trimestre de 2021 houve uma queda ainda mais acentuada no consumo. Esses dados são compatíveis com a queda da massa salarial real na comparação com o primeiro trimestre dos três anos anteriores (2019-2021). Ao mesmo tempo, há um crescimento acelerado do endividamento das famílias, como demonstram os dados da tabela 1. Portanto, o crescimento do crédito e do endividamento das famílias não foram suficientes para sustentar o consumo agregado, revelando, antes, a asfixia financeira a que as famílias estão submetidas.

Por seu turno, a tabela 1 mostra que o consumo do governo – correspondente às despesas com a manutenção dos serviços públicos básicos para a população – também recuou significativamente desde 2018, apresentando taxas negativas de crescimento, puxando para baixo o ritmo da economia e o bem-estar das famílias. É mais uma prova do avanço da financeirização por juros, pois a queda do gasto primário gera, indiretamente, efeito de estímulo ao mercado de crédito onde as famílias brasileiras terão que se socorrer, impelidas pelo desamparo do Estado de bem-estar e pela queda da massa salarial.

**Tabela 1: Taxa de Crescimento do Consumo das Famílias, Consumo do Governo, Endividamento das Famílias e Massa de Rendimento Real do trabalho no Brasil entre 2018-2021.**

Ano	Consumo das Famílias (%)	Consumo do Governo (%)	Endividamento das Famílias (%)	Rendimento real de todos os trabalhos - 1º trimestre (R\$ Milhões)
2018	2,4	0,8	44,95	239.847
2019	2,2	-0,4	47,51	248.125
2020	-5,5	-4,7	51,12	251.195
2021*	-5,7	-5,7	57,58	225.439

Fonte: IBGE (Contas Nacionais) e Banco Central. Elaboração própria.

(\*) Taxa em 12 meses até março.

Durante a pandemia o governo federal instituiu alterações nos contratos de trabalho que fragilizaram ainda mais o trabalhador. O Ministério da Economia avançou com uma terceira rodada de reformas trabalhistas em 2020, reduzindo salários e benefícios para aliviar o caixa das empresas (DIEESE, 2020). A possibilidade de suspensão temporária de contratos pelo prazo de 60 dias e de redução da jornada de trabalho em 25%, 50% ou 70% por até 90 dias com redução de salário foram as principais modificações nas regras trabalhistas. Os trabalhadores que tiveram suas remunerações reduzidas foram parcialmente compensados com o Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda, cujo valor corresponde a um percentual do seguro-desemprego a que teriam direito caso fossem demitidos.<sup>7</sup> Essas medidas serviram para intensificar a precarização estrutural e a superexploração do trabalho já persistente no Brasil.

O trabalho remoto trouxe maiores gastos

para os trabalhadores com água, luz, internet e mobiliário adequado em casa, simultaneamente com a redução de salários. Não menos importante foram os grandes abalos para equilibrar o trabalho em casa com a vida pessoal, acarretando o aumento de problemas de saúde física e mental.

A rede de proteção social arquitetada para um capitalismo predominantemente assalariado não acompanhou as alterações estruturais da economia brasileira, muito menos durante a pandemia, que gerou um exército de desempregados que se somaram aos deserdados das novas tecnologias. No mundo dominado pelas finanças, os esquemas de proteção social estão em desacordo com as avassaladoras mudanças no mercado de trabalho e com as necessidades financeiras das famílias, à medida que os padrões de emprego mais fragmentados e os contratos de trabalho precários aumentaram a frequência de períodos de desemprego, subemprego e volatilidade da renda.

7 Lei 14.020 de julho/2020. A título de exemplo, se a jornada fosse reduzida em 50% ou 70%, o benefício emergencial seria de 50% ou 70% do seguro-desemprego. As outras tímidas e controversas medidas de enfrentamento da foram o Decreto nº 10.282 de 20 de março de 2020, que definiu as atividades consideradas essenciais durante a pandemia. Um novo decreto (nº 10.329, de 28 de abril de 2020) possibilitou maior flexibilização das condições de trabalho, ampliando o número de atividades essenciais e minimizando ainda mais as medidas de isolamento social recomendadas pela OMS e pela comunidade científica. Além disso, destaca-se a Lei nº 13.982 de 2 de abril de 2020, que estabeleceu um auxílio emergencial aos trabalhadores informais por meio de transferência de renda; e o Decreto nº 10.661, de 26 de março de 2021, que regulamentou o auxílio emergencial no ano de 2021 (Da Silva, Firmiano e Dos Santos, 2021).

As consequências são dramáticas porque o Brasil perdeu, antes de consolidar, sua rede de proteção social. Onze estados têm mais de 50% dos trabalhadores na informalidade (IBGE), o que significa cidadãos sem direito a férias remuneradas, ao afastamento temporário por problemas de saúde e sem previdência. São populações marginalizadas para poupar orçamento público. “[...] *Abandonar as pessoas na doença, na velhice e nas adversidades que ameaçam suas condições de vida é a derrota da civilização. Dissociar a economia da vida das pessoas é sintoma de uma mente patologicamente alienada da condição humana*” (GALÍPOLO e BELLUZZO, 2021, p. 1).

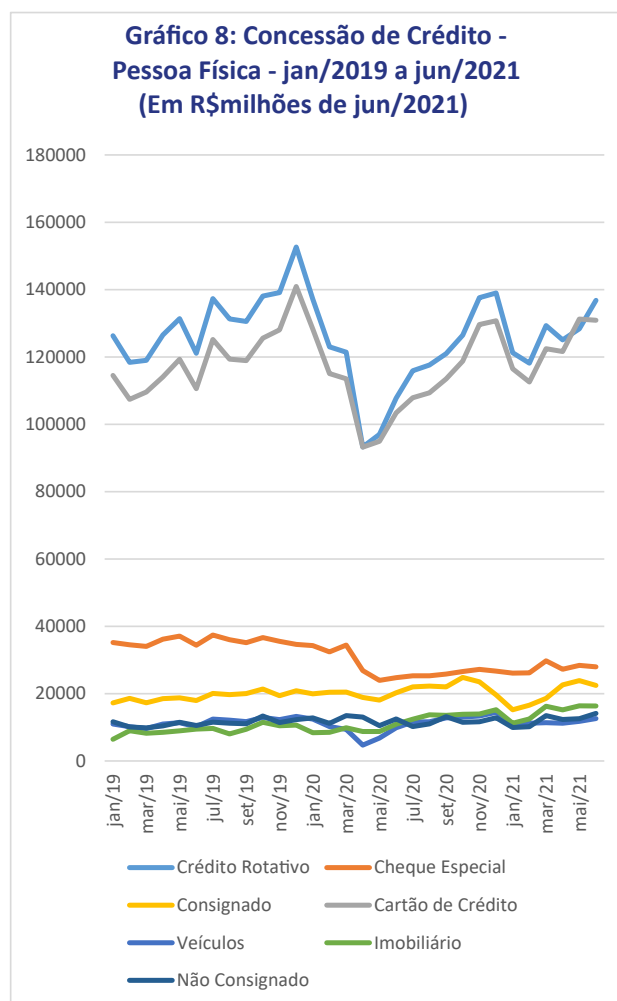
Por fim, é essencial mencionar que os efeitos do elevado endividamento representam um risco para o crescimento econômico, às instituições financeiras e à toda a sociedade, que será contaminada pelo efeito dominó da inadimplência, afundando em maior vulnerabilidade as famílias de renda média e baixa. O Banco Central, no seu papel de *big bank*, usará todas as ferramentas econômicas concebíveis para lidar com os problemas de liquidez e solvência enfrentados pelo setor bancário como forma de sustentar a estabilidade no sistema financeiro. Salvará os bancos da crise. Mas e as famílias?

## 5. As Modalidades de Crédito tomadas pelas famílias a juros extorsivos

Todas as variáveis anteriormente analisadas indicam que o governo, frente à enorme precariedade da população em 2020/2021, priorizou uma resposta via sistema financeiro, ao incentivar o aumento da oferta de crédito para as famílias e negligenciar políticas de estímulo à criação de postos de trabalho e à oferta de serviços e cuidados essenciais.

É importante analisar as modalidades de crédito tomadas pelas famílias brasileiras na pandemia. Levando-se em consideração o montante da concessão do crédito

pelo sistema financeiro para pessoa física, observa-se, nas estatísticas do Banco Central, que as famílias fizeram uso do pior tipo de crédito, isto é, aquele com juros muito elevados e de curto prazo. Destacam-se o crédito rotativo e o cartão de crédito como as modalidades de maior concentração das dívidas, seguidos pelo cheque especial, crédito consignado (na quarta posição, porém, com as menores taxas de juros do mercado), o crédito imobiliário e veículos (gráfico 8).



Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Elaboração própria. Deflator: IPCA.

O crédito rotativo é o de maior volume, representando 72,3% do total das concessões para pessoa física. Entre maio e dezembro de 2020 a concessão do rotativo é a que mais cresce entre todas, atingindo um pico em dezembro/2020, diminuindo um pouco no início de 2021, para em se-

guida retomar sua trajetória ascendente. É necessário ressaltar que as taxas de juros do cartão de crédito rotativo são as mais elevadas do mercado, chegando a 330% a.a., (média de junho/2021, Banco Central) e estão em crescimento durante a pandemia.

A tabela 2 apresenta os dados de juros cobrados pelos cinco maiores bancos, revelando o elevado grau de expropriação da renda que sofrem as famílias brasileiras, atingindo níveis aviltantes que representam uma anomalia no mundo capitalista.

**Tabela 2: Taxas de Juros do Crédito Livre (% ao ano).  
Bancos selecionados 25/06/2021 a 1/07/2021**

TIPO DE CRÉDITO	CARTÃO DE CRÉDITO ROTATIVO TOTAL	CARTÃO DE CRÉDITO PARCELADO	CHEQUE ESPECIAL	CRÉDITO CONSIGNADO INSS	CRÉDITO CONSIGNADO PÚBLICO	CRÉDITO CONSIGNADO PRIVADO
<b>BANCO DO BRASIL</b>	229,92	124,38	147,83	21,25	16,20	20,86
<b>CAIXA ECONOMICA FEDERAL</b>	210,30	99,98	92,23	19,34	14,58	18,09
<b>BRADESCO S.A.</b>	295,26	23,99	155,61	20,49	15,71	28,86
<b>ITAU</b>	304,06	147,18	162,09	21,87	14,85	32,20
<b>SANTANDER</b>	303,08	136,07	158,08	20,36	15,72	27,41

Fonte: Banco Central.

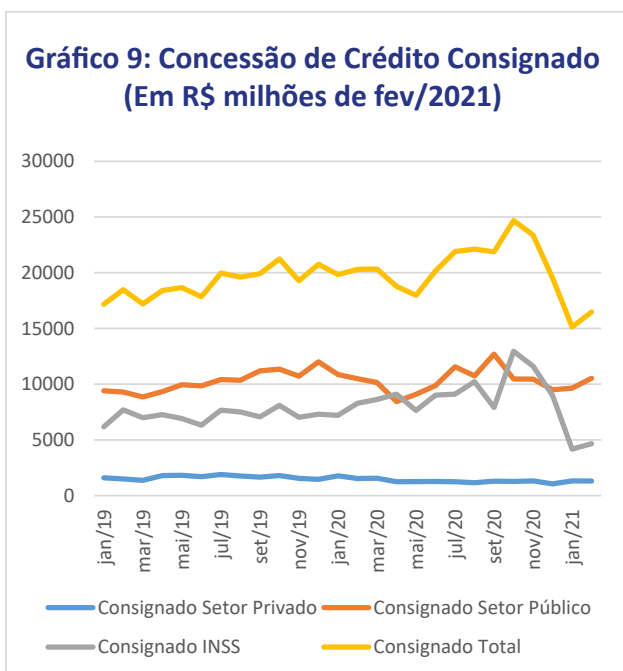
O uso do Cartão de Crédito é o segundo tipo de operação mais utilizada pelas famílias durante a pandemia (gráfico 8). Dados da CNC/PEIC para o mês de junho/2021 mostram que 81,6% das famílias têm dívidas com cartão de crédito. A taxa de juros média do cartão de crédito parcelado é de 175,78% a.a. (junho/2021, Banco Central). Essa taxa subiu aceleradamente desde junho de 2020.

Quanto ao Cheque Especial,<sup>8</sup> foi a terceira modalidade de crédito de maior concessão durante a pandemia (gráfico 8) e sua taxa de juros é 122,12% a.a. em média (junho/2021, Banco Central), em trajetória de

ascensão durante a pandemia. Pode variar de 92,2% a.a. (CEF) a 162%% a.a. (Itaú) (tabela 2).

O Crédito Consignado total também cresceu de forma importante na pandemia, como pode ser visto no gráfico 9, principalmente o consignado dos pensionistas do INSS. Do ponto de vista do volume de crédito, entretanto, o maior montante de consignado é concedido aos funcionários públicos ativos. Os juros do consignado são mais baixos que os demais, porém, ainda assim, são elevados, variando entre 19,34% a.a. (CEF) e 32,20% a.a. (Itaú) (junho/2021, Banco Central).

8 É uma espécie de empréstimo pré-aprovado que o banco deixa disponível para o cliente para ser usado a qualquer momento. É de custo elevado porque o banco não exige nenhuma garantia.



Fonte: Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Elaboração própria. Deflator: IPCA.

Em março de 2021 teve início a subida acelerada dos juros básicos (Selic) num processo de reversão da política monetária, como mencionado anteriormente. Como resultado, os bancos começam um movimento para aumentar os juros dos empréstimos, o que repercutirá no superendividamento das famílias e em obstáculos para possíveis políticas de solução da inadimplência dos domicílios. A grave situação de expropriação da renda das famílias pelo sistema financeiro não se resolverá apenas com o auxílio emergencial, precário e de baixa cobertura. O endividamento ameaça a sobrevivência, comprometendo o mínimo vital.

É urgente renegociar de forma coletiva a dívida das famílias com a intervenção do Banco Central e dos bancos públicos. Só o governo tem a capacidade de organizar um amplo acordo de forma a garantir um mínimo existencial para as famílias, prazos de carência, taxas de juros menores, parcelamentos amplos e até mesmo perdão total das dívidas impagáveis de segmentos vulneráveis como, por exemplo, os estudantes carentes.

Esse amparo precisa vir junto com serviços universais que incluam cuidados com idosos e crianças, alimentação, habitação digna, transporte em condições seguras que deem perspectivas reais de sobrevivência às famílias para enfrentar a pandemia. E, não menos importante, um programa de criação de postos de trabalho em que o Estado funcione como o empregador de última instância.

## 6. Considerações Finais

A história da financeirização no Brasil tem uma explicação complexa e multifacetada. Algumas das principais linhas dessa história devem ser escritas pelo endividamento das famílias, um terreno onde o capital usuário deposita parte fundamental de seu império.

Os dados do Banco Central mostram que nunca as famílias brasileiras estiveram tão endividadas e com uma parcela tão elevada de suas rendas comprometida com o pagamento de juros e a amortização de empréstimos. O presente artigo concluiu que o superendividamento das famílias no período recente é produto de um tripé formado por mercado de trabalho em situação aviltante, estado de bem-estar social destruído e juros astronômicos.

A expansão do endividamento tem funcionado como paliativo para o alto desemprego e o subemprego, redução dos salários reais e perda de direitos sociais. O crescimento galopante da dívida das famílias é o contraponto inevitável da política de austeridade fiscal e de juros anormalmente elevados, praticados pelos bancos por longos anos, ainda que atenuados na fase de pandemia. Famílias empobrecidas pela política neoliberal radical são forçadas a se endividar para sobreviver.

A situação de caos financeiro para as famílias não se construiu no período recente, sendo, de fato, anterior à pandemia. Nas últimas duas décadas havia uma grande



competição entre corporações para vender crédito ao consumidor de baixa e média renda, associada a um discurso legitimador do endividamento que dava amplo suporte à inclusão no mercado via consumo de massa comandado pelo crédito. O desfecho, arrematado pela pandemia, revelou que se tratava de inclusão financeira em condição de elevada vulnerabilidade e altos níveis de exploração por juros escorchantes.

O acesso ao crédito permite um consumo imprescindível que é inalcançável com a renda de salários, como é o caso dos bens duráveis de preço unitário elevado e a habitação popular. Entretanto, o que se constata é que, principalmente no período de recessão seguido pela pandemia (2016-2021), o crédito tem sido usado para necessidades básicas de sobrevivência – alimentação, água, energia, aluguel, plano de saúde e escolas – funcionando como a expressão violenta de um passado de destruição do sistema de proteção social e demolição das leis que protegem o trabalhador de taxas elevadas de exploração. Nessas condições, conceder crédito significou expropriar e comprometer a viabilidade financeira das famílias.

Há um grande risco para os trabalhadores na estratégia de usar o crédito como resposta aos dilemas atuais do capitalismo. Para além da vulnerabilidade financeira a que estão submetidos, a ideia de crédito como meio de promover a prosperidade econômica funciona como um perigoso artifício para afrouxar a luta por maiores salários e por um estado de bem-estar mais forte e redistributivo. As forças progressistas podem perder a capacidade de decifrar as contradições e ambiguidades que existem na relação entre crédito e bem-estar.

Por outro lado, as forças conservadoras do mercado financeiro propagam a astuciosa ideia de que há, no mecanismo de endividamento, um fortalecimento da associação entre crédito e propriedade (de

bens de consumo e ativos), enfatizando as virtudes do acesso universal ao crédito, a exaltação das qualidades do individualismo e o mérito da educação e da disciplina financeira. A ideia central desse campo hegemônico é, portanto, do crédito como mecanismo de promoção do bem-estar. Essa estratégia ajudou a criar o contexto em que as famílias assumiram elevados níveis de dívida e os trabalhadores, ainda que organizados em sindicatos fortes e partidos de centro-esquerda, são desestimulados a lutar por aumentos salariais, direitos trabalhistas e ampliação do sistema de proteção social que desmercantilize a reprodução de suas vidas.

Portanto, é preciso enxergar a financeirização como uma questão estrutural do capitalismo contemporâneo, cujos resultados não são uma alocação neutra do capital, mas, antes, é uma expressão de classe, uma vez que implica relações de dominação, desigualdade, exploração e uma racionalidade de expropriação de salários.

Nas duas décadas deste século XXI, vender crédito para famílias de baixa e média renda significou, antes de tudo, explorar e comprometer a viabilidade financeira dos domicílios. Nos quase dois anos de crise pandêmica (cujo fim ainda permanece indecifrável para muitos países, inclusive para o Brasil) a solução via expansão do crédito ao consumo e aprofundamento do endividamento das famílias vulneráveis e de baixa renda é o resultado direto do enfraquecimento profundo das forças democráticas e do próprio fortalecimento do fascismo, porque este oferece falsas respostas para a profunda crise em que tem mergulhado a sociedade ao preço da extinção das instituições democráticas, como o estado de bem-estar social e a legislação trabalhista.

Durante o período da pandemia, a ampla maioria das sociedades, em diferentes níveis de democracia, colocaram as políticas fiscal, monetária e de crédito a serviço da

geração de empregos, combate à pobreza e mitigação da doença. A tendência do capitalismo ocidental foi a de transcender o mercado financeiro, subordinando-o às necessidades da ampla maioria da população prejudicada pela pandemia.

No Brasil, a realidade é outra. A lógica de funcionamento do neoliberalismo no país se contrapõe ao resto do mundo (Saad-Filho, 2020). Enquanto nos demais países os gestores conservadores, a mídia e os empresários imploram por um keynesianismo intervencionista, ainda que incompleto, como costumam fazer quando as economias afundam, no Brasil, há uma narrativa de “menos governo” que não necessariamente implica em menos arbítrio nem menos intervenção governamental. Há contradição: a aparência de “antigoverno” do discurso neoliberal, não significa menos controle estatal, mas, sim uma reestruturação do Estado para operar de forma consistente com a lógica do mercado financeiro.

O neoliberalismo brasileiro, com seu perfil autoritário, esvaziou e privatizou parcialmente o sistema de saúde, ao mesmo tempo que criou uma classe trabalhadora precária, empobrecida e politicamente desprotegida, que é altamente vulnerável por causa de sua falta de poupança, habitação precária, nutrição inadequada e pa-

drões de trabalho incompatíveis com uma vida saudável (Saad-Filho, idem).

O crédito bancário foi certamente um importante fator anticíclico. Poder-se-ia argumentar que poderia ter sido muito pior sem o crédito. Porém, seu impacto deve ser analisado nas duas direções, contraditórias entre si. O crédito não tem apenas um efeito positivo contracíclico por substituir ou complementar a renda das famílias, assegurando-lhes um patamar mínimo de demanda. Há um forte componente negativo que decorre do custo social da inclusão financeira de grupos altamente empobrecidos pela crise econômica, capturados pelo circuito do endividamento a juros extorsivos e, portanto, pela armadilha da superexploração pelo capital usurário, em tempos de grandes necessidades.

Da análise desenvolvida neste texto também se pode concluir que os fatores que permitiram a tendência de queda da inadimplência foram e estão sendo exauridos pelas políticas pré-keynesianas de austeridade fiscal seletiva (e, agora, também monetária) e que no pós-pandemia, se não forem removidas ou contrabalançadas pelo investimento público, a inadimplência voltará a crescer, como já começou a acontecer no primeiro semestre de 2021.

## Referências

ARAUJO, Jéssica Fernandes (2021). Indicadores de crédito no período de pandemia. Radar, Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Diset/Ipea, agosto.

BANCO CENTRAL (2021). Nota para a imprensa, 28 de maio.

BRUNO, Miguel (2019). Financeirização e desenvolvimento no Brasil. Rumos. Economia & Desenvolvimento, ABDE, jan/fev-2019.

\_\_\_\_\_(2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez.

BRUNO, Miguel & CAFFE, Ricardo (2018). Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil: os fatores estruturais da deterioração conjuntural de 2014-2015. Revista de Economia Política, vol. 38, nº 2 (151), pp. 237-260, abril-junho/2018

CNC – Confederação Nacional do Comércio (2021). Varejo perdeu 75 mil estabelecimentos em 2020. Disponível em: [https://portal-bucket.azureedge.net/wp-content/1617130017\\_An%C3%A1lise+Balan%C3%A7o+de+Lojas+-+2020.pdf](https://portal-bucket.azureedge.net/wp-content/1617130017_An%C3%A1lise+Balan%C3%A7o+de+Lojas+-+2020.pdf)

DA SILVA, Ana Marcia R.; FIRMIANO, Frederico D.; DOS SANTOS, Sergio Valverde M. (2021). Precarização e trabalho essencial no Brasil no contexto da pandemia da COVID-19. DIEESE, Revista Ciências do Trabalho n. 19. Disponível em: <https://rct.dieese.org.br/index.php/rct>.

DIEESE – Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (2021). Desempenho dos Bancos em 2020. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/desempenhodos-bancos/2021/desempenhoDosBancos2021.html>

DIEESE - Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (2020). Medidas adotadas por vários países para conter os efeitos econômicos da pandemia do coronavírus. Nota Técnica nº 224, 23 de março.

DYMSKI, Gary (2007). Exclusão e eficiência: a transformação global do *core banking*, um estudo de caso sobre o Brasil. In: De Paula, Luiz Fernando e Oreiro, José Luís Oreiro (Org.). Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro". Rio de Janeiro : Elsevier.

GALÍPOLO, Gabriel; BELLUZZO, Luiz G. (2021). O Plano Biden e o Brasil. Valor Econômico, 6 de junho. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/o-plano-biden-e-o-brasil.ghtml>

GERBELLI, Luiz Guilherme (2021). Endividamento dos mais pobres cresce e volta a patamar recorde. Jornal G1, 04 de maio. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/05/04/endividamento-dos-mais-pobres-cresce-e-volta-a-patamar-recorde.ghtml>

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

LAVINAS, Lena e GENTIL, Denise (2018). Brasil 2000: a política social sob regência da financeirização. Novos Estudos Cebrap, São Paulo, v. 37, n. 02, , mai.–ago, p. 191-211.

MARTIN, R., RAFFERTY, M. and BRYAN, D. (2008) 'Financialization, Risk and Labour', Competition & Change, 12, 120–132.

MARTINS, Norberto Montani (2020) A crise e o endividamento das famílias no Brasil e nos EUA. Rio de Janeiro, Observatório do Sistema Financeiro, Instituto de Economia, UFRJ.

MARX, Karl (2019). O Capital. Livro III. Boitempo.

MONTGOMERIE, Johnna (2009). The Pursuit of (Past) Happiness? Middle-class Indebtedness and American Financialisation. Routledge, New Political Economy, Vol. 14, No. 1, March.

HUDSON, Michael Hudson (1996). The Merchants of Misery: how corporate America profits from poverty. Monroe, ME: Common Courage Press.

PAIVA, Luís Henrique; BARTHOLO, Letícia; SOUZA, Pedro H. G. Ferreira; ORAIR, Rodrigo Octávio (2021). Reformulation of income transfers in Brazil: simulations and challenges. Institute for Applied Economic Research (Ipea). Working Paper no 192

PAULANI, Leda. (2008). *Brazil Delivery*: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo.

POCHMANN, Marcio (2019). Tendências estruturais do mundo do trabalho no Brasil. *Ciência & Saúde Coletiva*, 25(1):89-99.

POCHMANN, Marcio (2021). Desqualificação social. *Jornal dos Economistas*, julho. Disponível em: [file:///C:/Users/55219/Downloads/Jornal%20dos%20Economistas%20edi%C3%A7%C3%A3o%20Julho%202021%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/55219/Downloads/Jornal%20dos%20Economistas%20edi%C3%A7%C3%A3o%20Julho%202021%20(1).pdf)

ROY, Ananya (2010). *Poverty Capital: microfinance and the making of development*. Longon: Routledge.

SAAD-FILHO, Alfredo (2020). Coronavirus, crisis and the end of neoliberalismo. Disponível em: <https://alfredosaadfilho.org/coronavirus-crisis-and-the-end-of-neoliberalism/>.

SOEDEBERG, Susanne (2014). *Debtfare States and the Poverty Industry. Money, discipline and the surplus population*. New York, Routledge.

TRUMBULL, Gunnar (2012). Credit Access and Social Welfare: The Rise of Consumer Lending in the United States and France. *Politics & Society* 40(1) 9–34. SAGE Publications.

UREÑA, Enrique M. (1981). *Karl Marx, Economista: o que Marx realmente quis dizer*. Edições Loyola, SP.

WIEDEMANN, Andreas (2021). A Social Policy Theory of Everyday Borrowing: On the Role of Welfare States and Credit Regimes. *American Journal of Political Science*. June, 6th.

WORLD BANK (2005). *Brazil: Access to Financial Services*. Coordinator, Anjali Kumar. Washington, DC: World Bank.

# 17 Endividamento dos Servidores Públicos Brasileiros: armadilhas da expropriação salarial impulsionada pelo próprio Estado

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

*Denise Lobato Gentil<sup>2</sup>*

## Resumo

A acumulação de capital avança no Brasil provocando privatizações, desregulamentações em setores estratégicos e desmonte do Estado de Bem-Estar Social com o objetivo de criar oportunidades rentáveis sobretudo para empresas e agentes do setor financeiro. As pressões produzem deterioração das funções estatais em setores como saúde, educação, previdência, saneamento básico, transporte, energia e meio ambiente, os quais empregam a ampla maioria de servidores. Este movimento é acompanhado de perto por corte de quadros e funções públicas, práticas de desqualificação, criminalização, congelamento nominal de salários, eliminação de direitos sociais, afrouxamento da regulação e desautorizações públicas da ação do funcionalismo público. Este artigo procura demonstrar, com o uso de dados do Banco Central, que os servidores, envolvidos nesse contexto decadente do Estado, não

escaparam à lógica de endividamento galopante que atinge as famílias brasileiras e alimenta os ganhos rentistas pautados em juros aviltantes. O assédio dos bancos com novos produtos financeiros, as facilidades proporcionadas por plataformas digitais e aplicativos de celulares e, por fim, a queda e/ou insuficiência do poder de compra desses trabalhadores aceleraram o endividamento, tornando-os dependentes de custosos parcelamentos em cartões de créditos, empréstimos rotativos, cheque especial, empréstimo consignado e empréstimos pessoais. O resultado tem sido aumento preocupante da inadimplência, que produz efeitos sociais diferenciados ao atingir desigualmente os servidores por faixa de renda, afetando frontalmente os mais pobres e fragilizando a coesão da luta política no interior do funcionalismo.

---

1 Professor Pesquisador da Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE/IBGE e das Faculdades de Ciências Econômicas da UERJ e da Mackenzie Rio. E-mail: miguel.pbruno@gmail.com

2 Professora Pesquisadora Colaboradora da Pós-Graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/IE/UFRJ). E-mail: deniselg@uol.com.br

## 1. Introdução

Não é possível tratar de qualquer tema que envolva os servidores públicos sem mencionar a dinâmica que o neoliberalismo e as finanças impuseram ao Estado brasileiro na era do capitalismo financeirizado.

O Estado foi sendo progressivamente dominado por grupos financeiros, grupos sociais e castas políticas que, mantendo seus privilégios, submeteram a sociedade às exigências de interesses privados oriundos do mundo das finanças. A violência das transformações, impulsionadas pela pressão das corporações financeiras (grandes bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras), atingiram salários, direitos sociais fundamentais e o mínimo vital da classe trabalhadora num ambiente de crescente enfraquecimento da democracia.

Cardoso Jr. (2019) aponta sete dimensões que abarcam o potente desmonte do Estado brasileiro da fase ultraliberal, a saber: i) subalternidade externa; ii) inversão e reversão do Estado democrático de direito; iii) privatização do setor produtivo estatal; iv) privatização de políticas públicas rentáveis nos setores social, ambiental, institucional e internacional; v) privatização das finanças públicas; vi) assédio institucional e vii) reforma administrativa. Essas são as várias facetas de um dos principais resultados encontrados pelos estudos sobre financeirização no mundo: onde esse fenômeno se instala, a captura dos Estados nacionais se consolida como condição primordial de sua própria reprodução no sistema econômico e social. O Brasil tornou-se um exemplo emblemático de captura do Estado e redirecionamento das ações governamentais em benefício dos interesses da acumulação rentista-financeira.

Pagliari e Young (2020) tratam das profundas implicações políticas da financeirização. Segundo os referidos autores, embora

a maioria das análises de financeirização na literatura tenham se concentrado principalmente nas dimensões econômicas e sociais desse fenômeno, é cada vez mais reconhecido que a financeirização também é um fenômeno político. A financeirização está criando as condições para seu próprio aprofundamento, por municiar o poder político e as preferências de quatro conjuntos de atores domésticos que têm influenciado no desenho de políticas regulatórias: i) o setor financeiro, ii) o Estado, iii) empresas não financeiras e iv) famílias e indivíduos. Desta perspectiva, a financeirização da economia pode ser entendida como a criação de condições de sua própria reprodução não apenas pelo fortalecimento do poder da indústria financeira, mas também ampliando a clientela pró-finanças entre os funcionários públicos, o resto da comunidade empresarial e da sociedade em geral.

De fato, foi com o auxílio do arsenal de políticas públicas neoliberais que as instituições estatais foram se transformando e a esfera de trabalho dos servidores públicos foi sendo submetida a uma lógica normativa que remodelou e reorientou funções e remunerações, conforme os ritmos e objetivos da acumulação financeira. De fato, as finanças transformam as funções do Estado desde os anos 1990. Esvaziou-se a relevância das ações do Estado contra os efeitos desastrosos do capitalismo. Enfraqueceram-se as políticas paliativas de combate à pobreza. Afrouxou-se a regulação de setores estratégicos. Abandonou-se a política econômica anticíclica. À medida que avançava a financeirização, os objetivos das políticas estatais são menos o de compartilhar recursos públicos e administrar as necessidades da população para melhorar seu bem-estar, e mais impor uma lógica de mercantilização de todas as esferas da vida, espoliando o trabalho coletivo conforme os interesses de uma elite financeira. Para o capital, a única "utili-

dade” do serviço público e dos servidores públicos é aquela que permite gerar lucros e continuar o interminável processo de valorização. E, apesar da provisão de bens e serviços públicos sempre permitir demandas lucrativas ao setor privado, a lógica da financeirização pretende ir além, ao reduzir ou mesmo eliminar a oferta pública com o objetivo de ampliar ainda mais e permanentemente a dependência da provisão privada.

O argumento central desta pesquisa é de que a financeirização avança provocando privatizações de empresas públicas, desregulamentações em setores estratégicos e desmonte do Estado de Bem-Estar Social com o objetivo de criar oportunidades rentáveis para grupos empresariais do setor financeiro e não financeiro. As pressões para a retirada de barreiras ao avanço desenfreado e rentável da acumulação de capital produzem uma política de deterioração das funções estatais em setores como saúde, educação, previdência, saneamento básico, transporte, energia e meio ambiente. Este movimento é acompanhado de perto por práticas de desqualificação, criminalização de servidores, corte de quadros, afrouxamento da regulação e desautorizações públicas da ação da burocracia estatal.<sup>3</sup>

A sanha autoritária é justificada pela narrativa genérica, ineficiente e obsoleta da necessidade de equilíbrio fiscal. Este deve ser alcançado com a imposição de regras rígidas sobre o gasto orçamentário primário através de instrumentos como a lei de responsabilidade fiscal, teto de gastos, regra de ouro do orçamento público e metas anuais de resultado primário. A limitação de gastos impõe uma camisa de força sobre o número de servidores, suas funções e níveis salariais que atinge apenas parte

da burocracia estatal – aquela vinculada ao Executivo, coincidentemente a que mais faz resistência às mudanças regressivas nos aparelhos de Estado –, alavancando a carreira de militares e segmentos do Legislativo e Judiciário que têm grande poder de intimidação política. O resultado é a escassez de servidores em áreas estratégicas para os mais necessitados, ausência de equipamentos e deterioração da infraestrutura física, reduzindo e degradando a oferta de serviços públicos e ameaçando a existência de algumas instituições de grande importância social.

O alvo das ingerências das finanças sobre o Estado não é a melhoria da oferta de serviços públicos através de corte de gastos que supostamente promoveriam a eficiência, como falseia o clamor neoliberal por ajuste fiscal. Ao contrário, visa reduzir ao mínimo o custo de reprodução da força de trabalho assumido pelo Estado para assim fazê-lo funcional aos interesses das corporações financeiras e não financeiras, que irão se apossar de fatias lucrativas de mercado pela captura violenta do espaço coletivo e do fundo público. Nesse processo, os servidores são vistos apenas como um custo a ser reduzido e um serviço a ser eliminado.

Os servidores públicos, envolvidos nesse contexto decadente do Estado, não escapam à lógica de endividamento que atinge as demais famílias brasileiras e alimenta os ganhos rentistas. O endividamento alcança não apenas as pessoas marginalizadas, desempregadas ou subempregadas que se tornam crescentemente dependentes de custosos empréstimos rotativos em cartões de créditos, cheque especial e empréstimos pessoais para pagar necessidades básicas de subsistência. Uma parte importante dos servidores públicos,

3 Sobre o tema das perseguições a servidores públicos, corte de quadros e *bullying* institucional no Estado brasileiro, ver Cardoso Jr., 2019, cap. 1.

particularmente aqueles de baixa renda, se envolveram em situações de dívidas progressivas, num processo que se naturalizou como uma construção social,<sup>4</sup> que tem sido facilitada e reproduzida pelo Estado e pelo sistema financeiro na era neoliberal.

Os servidores públicos, além de sufocados pelas crescentes limitações de seu espaço de atuação nos aparelhos estatais, são apanhados em duas frentes: 1) a contração salarial e a redução de direitos sociais (salários indiretos), forçando a busca por empréstimos para a complementação da renda; e 2) a criação de regras financeiras que facilitam e/ou induzem ao endividamento, como o crédito consignado em folha, para que funcionem apenas como alívio transitório para a insuficiência do poder de compra desses trabalhadores. Os efeitos sociais dessas estratégias são desiguais e punitivos. Nota-se a maior vulnerabilidade social dos servidores de baixa renda e o provável aprofundamento da desigualdade dentro da estrutura da burocracia estatal.

Para atingir a burocracia estatal – sempre de forma seletiva, alcançando os setores de interesse do capital e poupando atividades não lucrativas – o governo primeiro desmonta o orçamento público com regras rígidas de política fiscal, tais como a instituição do teto de gastos (EC 95/2016), inibidor da ação discricionária do governo, supostamente para assegurar uma imagem de solvência do setor público – como se

este não tivesse os monopólios da emissão de moeda e da tributação.<sup>5</sup> A austeridade produziria, alegadamente, um ambiente de credibilidade e confiança para o mercado financeiro. Na prática, gera o desequilíbrio fiscal que deseja evitar e um insuperável conflito distributivo entre juros da dívida pública em oposição a salários dos servidores e bens e serviços universais. A produção de serviços pelo Estado, no contexto da financeirização, é a própria “produção para o capital”.

Este texto, portanto, vai se concentrar especificamente no endividamento dos servidores públicos atingidos pela estratégia de erosão de direitos e imposição de arrocho salarial como uma das molas de transformação radical da natureza do Estado em favor das finanças.<sup>6</sup> São ainda raros os estudos que abordam o tema do endividamento de servidores de forma abrangente. As pesquisas disponíveis, além de escassas, cobrem o endividamento de parcelas bastante específicas de servidores públicos no interior de certas funções e instituições do Estado da esfera federal, produzindo análises para um campo delimitado de atores.<sup>7</sup> Outra grande lacuna de informações diz respeito às causas do endividamento dos servidores no Brasil, se esta decorre de fatores comportamentais (como o individualismo e a compulsão pelas compras) ou se decorre de fatores socioeconômicos e demográficos.

A presente pesquisa se propõe a cola-

---

4 Acerca do tema do endividamento como uma construção social, ver Soedeberg, 2014.

5 Característica essa que é inerente ao Estado nacional e que tem sido enfatizada nos debates acerca da Teoria monetária moderna (*Modern monetary theory*). Ver Wray, 2003.

6 Sobre o amplo conjunto de diretrizes ideológicas e medidas governamentais que transformaram radical e estruturalmente a natureza e o funcionamento do Estado brasileiro na última década ver Cardoso Jr, 2020.

7 Ver, por exemplo, Alves (2016), que apresenta um estudo detalhado e importante sobre o endividamento dos servidores públicos da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Gonçalves (2021) trata do endividamento a partir da utilização do crédito consignado por servidores públicos de uma autarquia federal, o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), vinculada ao Ministério da Educação. O objetivo do autor é verificar o efeito de variáveis sociodemográficas sobre a probabilidade de endividamento de servidores públicos, no período de 2013 a 2019.



borar com um estudo exploratório sobre o tema, utilizando informações agregadas, abarcando a categoria “Servidores e Empregados Públicos” de todo o Brasil, disponíveis na base de dados do Banco Central – ver SCR.data – Painel de Operações de Crédito. Embora essa fonte permita o levantamento de uma rica gama de informações relevantes, ainda não estão disponíveis referências fundamentais, como o indicador de endividamento dos servidores (relação entre o estoque da dívida destes trabalhadores com o Sistema Financeiro Nacional e a massa salarial ampliada disponível acumulada em doze meses), assim como o nível de comprometimento da renda com o serviço da dívida (fluxo de pagamentos de juros e amortização em relação à renda mensal). Entretanto, é possível extrair da referida base de dados do Banco Central conclusões valiosas sobre concessão de crédito para servidores, inadimplência, ativos problemáticos e taxas de juros.

Autores como Wiedemann (2021) argumentam que os mercados de crédito ajudam as pessoas a resolver problemas de insuficiência de renda, permitem investir em capital humano (por exemplo, empréstimos estudantis) e em ativos financeiros (por exemplo, hipotecas). Entretanto, o referido autor aponta que, em contraste com os Estados de Bem-Estar, que socializam os riscos e desmercantilizam o acesso a serviços essenciais, a dependência de crédito reverte o consumo coletivo comandado pelo Estado. O crédito privatiza os riscos (porque os tomadores de empréstimos têm que pagar suas dívidas com juros) e remercantiliza a reprodução social (Wiedemann, 2021). É dentro desta perspectiva teórica que a presente pesquisa procurará analisar os principais indicadores de crédito para os servidores, produzidos pelo Banco Central durante do período 2012 até o primeiro semestre de 2021. O endividamento dos funcionários públicos será avaliado como mais uma das manifestações de aprofundamen-

to da debilidade das famílias brasileiras de baixa e média renda, funcionando como um ineficiente mecanismo compensatório para as perdas salariais, produzindo empobrecimento e inadimplência, principalmente na conjuntura de veloz aumento da taxa básica de juros (que passou de 2% para 9,25% a.a. entre março e dezembro/2021, com expectativa de alta).

## **2. O endividamento dos servidores públicos e as armadilhas desenhadas para a expropriação salarial do funcionalismo estatal**

Os servidores públicos são, normalmente, considerados uma categoria melhor posicionada no mercado de crédito em relação aos demais trabalhadores pela união de três fatores fundamentais, ainda que não necessariamente verdadeiros para toda a categoria, a saber: i) estabilidade no emprego, ii) renda média acima do mercado e iii) a possibilidade, definida em lei, de consignar parte da renda recebida em folha de pagamento para a quitação de empréstimos tomados a taxas de juros mais baixas no mercado. Com base nesses fatores, os servidores públicos se tornaram alvos fáceis das críticas dos que argumentam serem os mais altos e excessivos salários do país, o que os coloca entre os estratos mais ricos da população. Estes mesmos motivos, entretanto, posicionaram os servidores na mira da oferta de crédito por instituições financeiras, em função do baixo risco de inadimplência, particularmente na modalidade de crédito consignado.

A realidade, entretanto, é bastante complexa e escapa ao saber convencional. A situação de vulnerabilidade financeira dos servidores está a exigir, portanto, um mergulho analítico aprofundado e contextualizado.

Conforme estudo realizado por Costa et al. (2021) com base em dados da PNAD Contínua (IBGE 2019), 47,5% dos empregados públicos estão entre os 20% melhor

remunerados da distribuição de renda, enquanto 62,8% dos empregadores e cerca de 26% dos empregados privados e trabalhadores por conta própria situavam-se nesse mesmo quinto. A explicação central decorre do patamar mais elevado de escolaridade dos funcionários públicos, além da maior capacitação decorrente da forma de seleção via concurso, o que resulta na escolha dos mais bem qualificados. Cerca de 55% dos servidores públicos possuem o ensino superior completo ou mais, contra 37% dos empregadores e somente 19,5% dos empregados privados e 15,5% dos trabalhadores por conta própria. Por sua vez, somente cerca de 10% dos empregados públicos possuem menos que o ensino médio completo, contra quase 50% dos trabalhadores por conta própria e 30% dos empregados privados (Costa et.al, 2021).

É preciso ressaltar que, à revelia do que essas informações possam demonstrar, a renda dos servidores não passou intacta pela política de austeridade fiscal que expropria os trabalhadores brasileiros. Na verdade, houve profunda dilapidação do poder aquisitivo dos servidores. Segundo estudos do Fórum das Entidades Nacionais dos Servidores Públicos Federais (Fonasefe), que representa o conjunto do funcionalismo do Poder Executivo, cerca de 90% dos funcionários públicos acumulam perdas salariais superiores a 48% no período de 2010-2021,<sup>8</sup> resultado de correções abaixo do nível da inflação e, mais recentemente (desde 2017), do total congelamento

de seus valores. Nesse processo, não apenas os salários amargam vários anos de estagnação, mas também benefícios como vale alimentação e planos de saúde encontram-se com seus valores defasados, pois já muito corroídos pela inflação acumulada.

As perdas, na realidade, são muito maiores que essas. A reforma da previdência do governo Bolsonaro/Guedes de 2019 elevou o percentual da alíquota de contribuição previdenciária dos servidores da União, o que, na prática, significa redução de salários. No ano de 2021, a título de exemplo, o reajuste foi de 5,45% nos valores das alíquotas, incluindo ativos, aposentados e pensionistas.

Distante de uma análise realista da dinâmica de retrocessos, avaliações apressadas e sem fundamento empírico são frequentes, argumentando que os servidores públicos são privilegiados face ao setor privado, cuja remuneração média e condições institucionais de contratação seriam sempre inferiores às vigentes no Estado. Visões do tipo “o mercado não paga isso, não tem aquilo, etc.” são comuns à vulgata oficial e midiática contra os servidores públicos. No entanto, essas interpretações desconsideram que, para uma ampla maioria de empregados, o mercado de trabalho privado no Brasil e suas condições de remuneração e qualidade dos postos estão longe de serem referências de trabalho decente a serem aceitas, generalizadas e perseguidas como objetivo de política pública.<sup>9</sup>

---

8 Segundo o referido fórum, esse cálculo considera a defasagem salarial de julho de 2010 a dezembro de 2021, a partir do IPCA, para categorias que tiveram reajuste de 5% entre 2013 e 2015 e que firmaram acordos de reposição em duas parcelas (5,5% em agosto de 2016 e 5% em janeiro de 2017). Para algumas categorias que tiveram reajuste de 5% entre 2013 e 2015 e que assinaram acordos de reposição em quatro parcelas (5,5% em agosto de 2016, 6,98% em janeiro de 2017, 6,64% em janeiro de 2018 e 6,31% em janeiro de 2019), a reposição equivalente à defasagem salarial de julho de 2010 a dezembro de 2021, considerando IPCA, seria de 28,2%. (Ofício FONASEFE nº 098/2021 de 28 de junho de 2021 dirigido ao Ministro da Economia Paulo Guedes; Correio Braziliense, 2021).

9 Nos referimos ao conceito de **trabalho decente** definido pela Organização Internacional do Trabalho (OIT, 1999). De acordo com a OIT, o trabalho é considerado decente sob as seguintes condições institucionais: a) respeito aos direitos no trabalho, especialmente aqueles definidos como fundamentais (liberdade sindical, direito de negociação coletiva, eliminação de todas as formas de discriminação em matéria de emprego e ocupação e erradicação de todas as formas de trabalho forçado e trabalho infantil); b) promoção do emprego produtivo e de qualida-

O avanço de políticas que instalaram padrões aberrantes de privação material e que desmantelaram os movimentos sindicais resultaram das reformas trabalhista, da terceirização irrestrita e previdenciária já aprovadas e implementadas. Sendo assim, as ações governamentais e reformas institucionais que, de fato, respondessem às premências dos mais pobres, deveriam estar voltadas para a melhoria das condições remuneratórias e da qualidade das relações de trabalho no setor privado e não em promoverem o nivelamento por baixo do setor público com o setor privado que, em grande parte, é mal remunerado, com alto grau de informalidade e, conseqüentemente, sujeito também à flexibilização precarizante.

A degradação da renda empurra para a solução aparentemente fácil – o crédito, uma armadilha à altura da mão que segura um celular. Há uma rica vertente da literatura econômica que debate a relação entre desigualdade de renda e endividamento das famílias. Entre outros, Stockhammer (2013), Morelli e Atkinson (2015) e Treck (2014) argumentam que o aumento da desigualdade de renda está associado ao aumento do endividamento das famílias, o que, eventualmente, leva a instabilidades macroeconômicas. Indivíduos que se sentem empobrecidos são induzidos a tomar empréstimos para aumentar ou manter o consumo. Esse parece ter sido o fator básico para a ampliação do mercado de dívida tanto para trabalhadores do setor privado quanto para funcionários públicos, que juntamente com a degradação do limitado *welfare state* nacional,<sup>10</sup> parecem ser cruciais para a oportunidade e/ou necessidade de endividamento.

Ao lado do rebaixamento dos salários, a propaganda do crédito rápido, sem buro-

cracia, com atendimento pelo computador ou simplesmente usando aplicativos de celular, faz com que os funcionários de empresas e do governo, possam pedir crédito com enorme facilidade em momentos de dificuldade. Bancos tradicionais e *fintechs* estão nesse ramo de negócios que tendeu a se expandir rapidamente. As facilidades de acesso com uso de tecnologias avançadas, combinadas com a falta de clareza sobre os riscos, juros e prazos geram decisões imprudentes, fazendo servidores ativos e inativos se lançarem nas operações de crédito consignado e sem consignação.

É digno de nota que o crédito concedido pelo grande varejo (associado ao setor bancário), para ser pago em numerosas prestações, continua sendo divulgado, em muitas das ocasiões, sob propagandas nitidamente enganosas, tais como as menções de que “à vista é igual a prazo” ou “em parcelas iguais sem juros”. Apesar de ser uma estratégia comercial e financeira antiga e em franca contradição com a lógica da matemática financeira, pois se “à vista equivale a prazo”, o credor simplesmente teria aberto mão da cobrança de juros em suas operações de crédito, sendo-lhe indiferente receber à vista ou em período posterior de tempo. Isso é falso, mas funciona como um meio eficaz de enganar o consumidor desavisado. Entretanto, o Banco Central do Brasil passa ao largo dessa questão, simplesmente ignorando-a e, portanto, legitimando-a como órgão regulador do sistema bancário-financeiro. Dificilmente esse fato teria explicação se não for considerada a captura dessa instituição pelo setor bancário-financeiro.

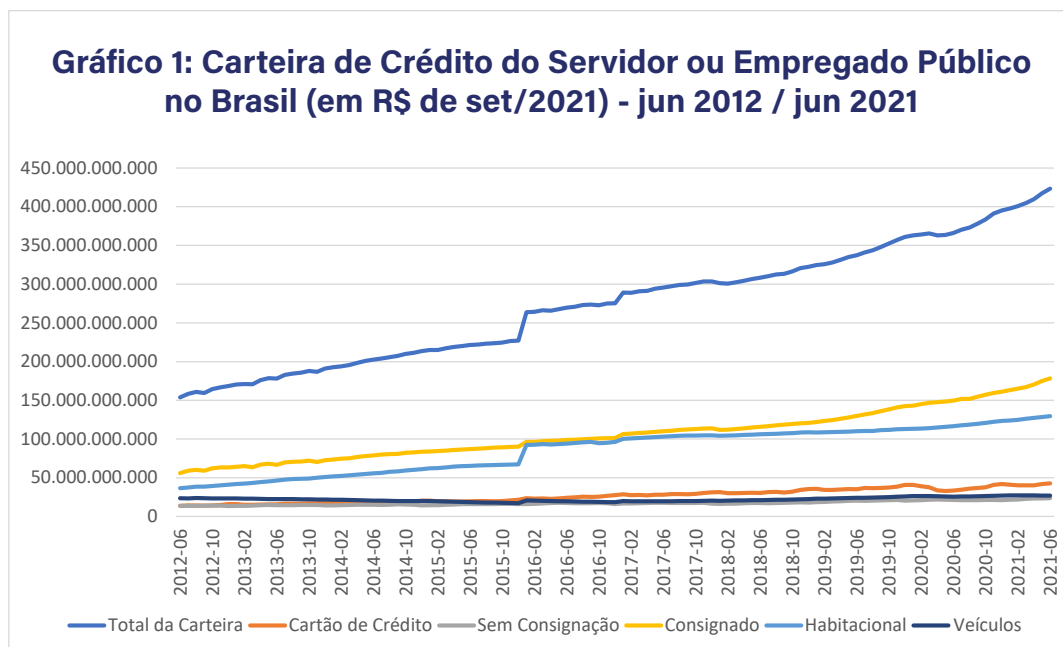
Usando dados disponibilizados pelo Banco Central, o gráfico 1 demonstra trajetória do crédito destinado aos servidores públicos a partir de 2012. Nota-se uma expansão

de; c) ampliação da proteção social; e d) fortalecimento do diálogo social.

10 Jestl (2019) chega a conclusões semelhantes para o caso dos países europeus.

constante, porém, há um aumento acentuado depois de 2016 e que foi acelerado na pandemia (2020/2021). Como era de se esperar, a maior facilidade de acesso e os juros menores do crédito consignado (disciplinado pela Lei 10.820/2003) são fundamentais para determinar a situação de endividamento dos servidores públicos com

essa modalidade, mas não explica a totalidade do fenômeno. A dívida começa com o crédito consignado, mas acaba evoluindo para o empréstimo habitacional, crédito rotativo, cartão de crédito, cheque especial e outras formas de crédito sem consignação.



Fonte: Banco Central. Séries deflacionadas pelo IPCA.

Sem dúvida, os bancos têm preferência pelo crédito consignado, uma vez que o desconto das parcelas devidas é feito diretamente na folha de pagamento. Os servidores, aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e trabalhadores do setor privado podem comprometer até 40% da sua renda com empréstimos descontados em folha. Antes de 2015, o limite era de 30%. Em setembro de 2015 subiu para 35% e na pandemia passou para o atual patamar de 40% da renda de salários. Este aumento do percentual máximo de consignação vigoraria, inicialmente, até 31 de dezembro de 2020 (MP 1.006 de 1º/10/2020), porém, a Lei 14.131/2021 ampliou o prazo para até 31 de dezembro de 2021. Da margem de 40% permitida, 5% devem ser destinados exclusivamente para amortização de despesas contraídas por meio de cartão de crédito ou para utilização com finalidade de saque por meio do cartão de crédito.

Além do aumento da margem de comprometimento da renda dos servidores, o alongamento do prazo para pagamento de empréstimos consignados tem sido, recorrentemente, um recurso utilizado para alavancar o crédito. O prazo para quitação das operações, decidido por regras do Estado, já foi de 60 meses. Depois subiu para 72 meses e em junho/2021 chegou ao prazo médio máximo de 95 meses (Banco Central). No caso dos trabalhadores da iniciativa privada, esse prazo é negociado com os bancos e depende do valor do financiamento – em junho/2021 o prazo médio foi de 54 meses. A ideia é que, com o alongamento do prazo das dívidas, diminua o valor das prestações, abrindo espaço para o aumento do consumo. O efeito nocivo desse processo é transformar as dívidas dos servidores em verdadeiras bolas de neve, criando a armadilha do endividamento permanente e incontornável para o futuro.

Aposentados, pensionistas e servidores ativos exploram as oportunidades de crédito consignado como se fossem parte de seus salários e benefícios. Os bancos assediam, capturam e exploram esses comportamentos impulsivos oferecendo vantagens como tarifas menores e fixas, cartão de crédito sem anuidade, facilidade de atendimento gerencial e por robôs, entre outras. O menor risco do consignado faz com que os bancos cobrem taxas de juros inferiores à média do mercado, funcionando como um potente fator de atração para os que procuram crédito. Assim, os servidores se transformam em alvo de assédio por parte das instituições financeiras, que oferecem facilidades para solucionar problemas inesperados de orçamento ou para o consumo desenfreado, o que acaba por comprometer o sustento de suas famílias, isso quando não levam a traumas emocionais.

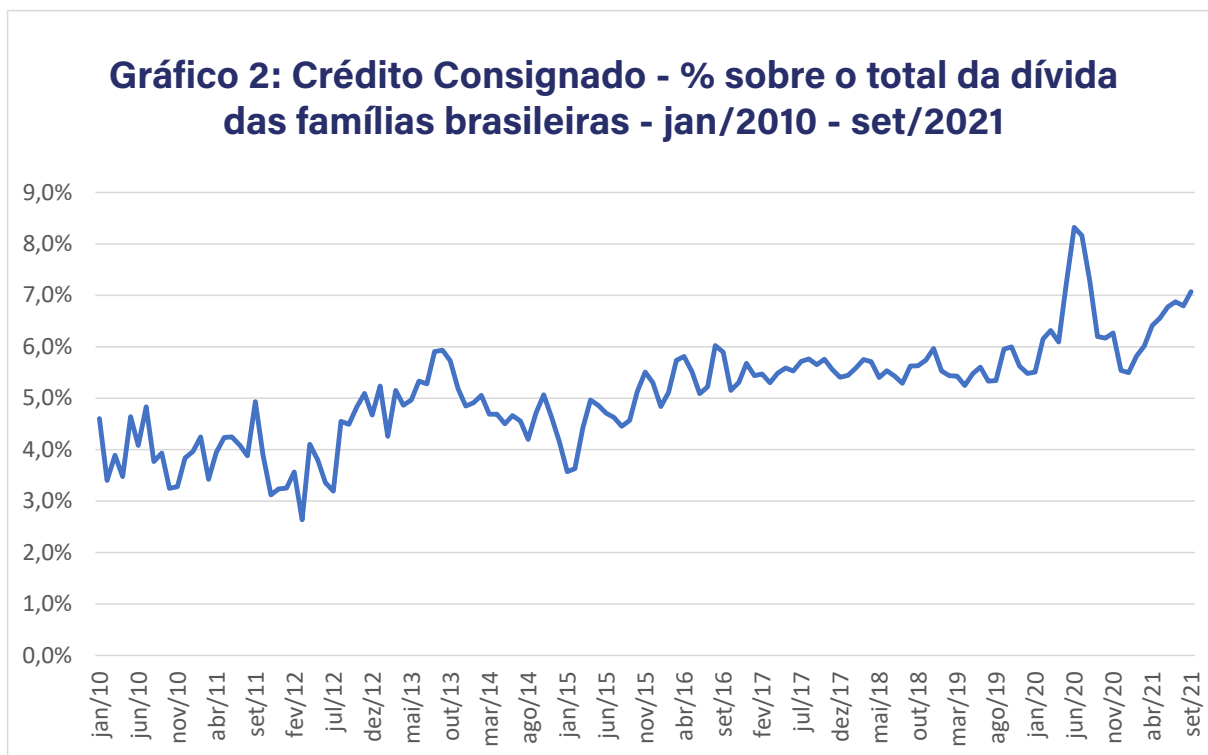
O Sindicato dos Servidores do Poder Legislativo e do Tribunal de Contas da União (Sindilegis) aponta que o endividamento entre funcionários públicos começou a ganhar destaque em 2009, quando a instituição notou que vários contratavam empréstimos acima da margem de endividamento permitida, de 30% do salário à época. Servidores usavam as comissões e gratificações para elevar os rendimentos e obter mais recursos nos bancos (Correio Braziliense, 2012).

No atual momento, os servidores têm a vantagem da estabilidade no emprego e uma remuneração relativamente estável. Entretanto, essa realidade pode mudar. Futuros e atuais servidores civis estão ameaçados de perder a estabilidade caso a Reforma Administrativa (PEC 32/2020) seja aprovada, facilitando as demissões, a extinção de cargos e a redução de salários, à exceção de alguns cargos típicos de Estado. O projeto encaminhado pelo Executivo condiciona a estabilidade à “avaliação de desempenho”. Além disso, propõe o fim da progressão por tempo de serviço, benefícios e auxílios sem fazer distinção entre antigos e novos. A “reforma”

também pretende acabar com o Regime Jurídico Único que atualmente regula o vínculo entre servidores e Estado. Todos esses mecanismos de pressão por desmonte das categorias politicamente mais vulneráveis transmitem profunda incerteza financeira para o futuro. Na prática, trata-se de introjetar a lógica mercantil-privada para dentro do setor público, o que é de fato característico das visões derivadas da ideologia neoliberal.

Fica claro com essa estratégia de reforma administrativa (proposta em um momento tão dramático para a sociedade brasileira), que o governo federal escolheu desproteger os servidores mais necessários à sociedade durante a pandemia, posto que a maioria está servindo à população em setores primordiais como na saúde, educação e assistência social. Para além da Reforma Administrativa, porém, o governo Bolsonaro entrega uma parcela maior dos salários de servidores (40%) para os bancos explorarem lucrativamente, ao mesmo tempo em que achata salários e desmobiliza as reivindicações políticas de seus funcionários. A estratégia neoliberal-financista autoritária, ao invés de ser a de proporcionar estabilidade e salários dignos para uma categoria reconhecida como essencial à sociedade, particularmente em uma era de pandemia e pobreza, será, ao contrário, a da facilitação da expropriação via empréstimos consignados, sem risco de crédito para os bancos, mas de precarização e espoliação para os funcionários públicos.

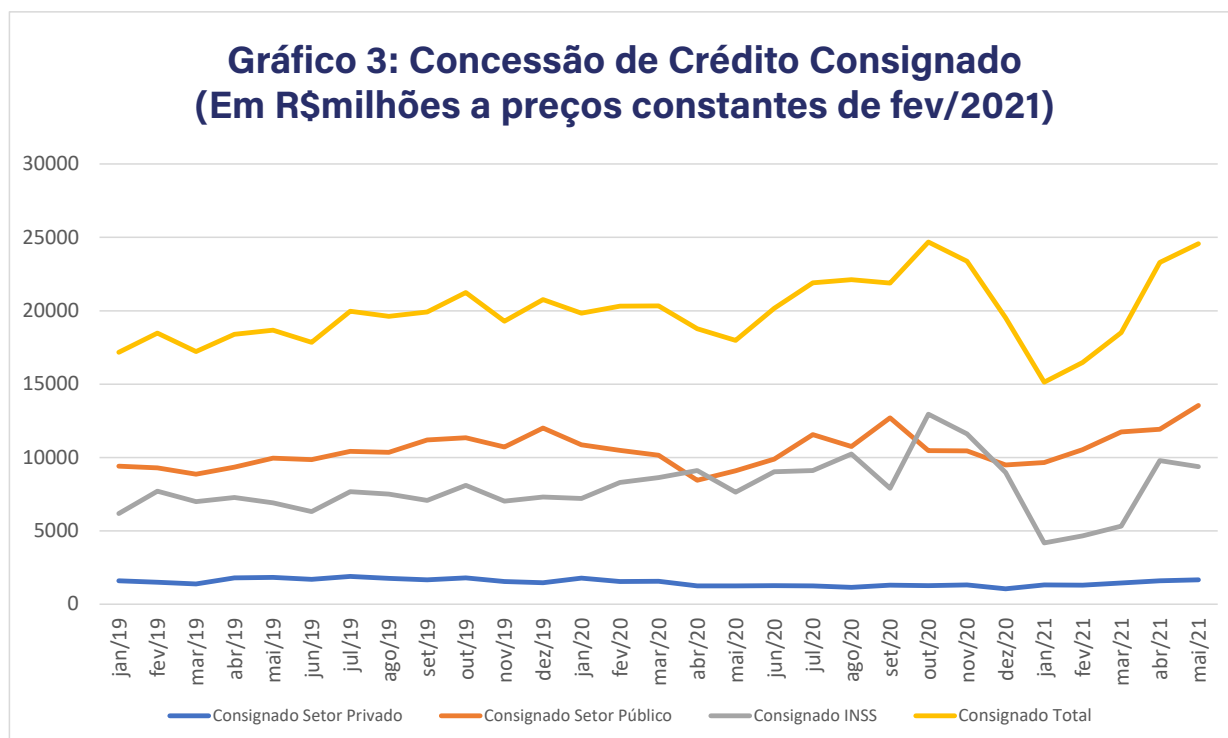
O gráfico 2 mostra a trajetória crescente da participação do crédito consignado na dívida total das famílias brasileiras entre 2010 e 2021 com base nos dados da Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor - PEIC/CNC - Confederação Nacional do Comércio. Em 2010, o consignado representava 3,9%, em média, da dívida total das famílias. Em outubro de 2021, o consignado atingiu 7%, isto é, essa modalidade de crédito subiu 79% na dívida das famílias com relação a 2010.



Fonte: Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor - PEIC/  
Confederação Nacional do Comércio -CNC.

A concessão de crédito consignado é destacadamente uma modalidade que se destina aos funcionários públicos ativos e aposentados do INSS, tendo baixíssima influência sobre o poder de compra dos trabalhadores e empregadores do setor privado. De fato, 92% do crédito consignado se dirigiu ao setor público (gráfico 3). Informações do mês de setembro de 2021, a título de exemplo, apontam que servidores ativos da União, estados e municípios obtiveram crédito consignado num montante correspondente a R\$ 10,6 bilhões, enquanto para aposentados e pensionistas do INSS a concessão de crédito foi de R\$8 bilhões e para o setor privado apenas R\$1,6 bilhões

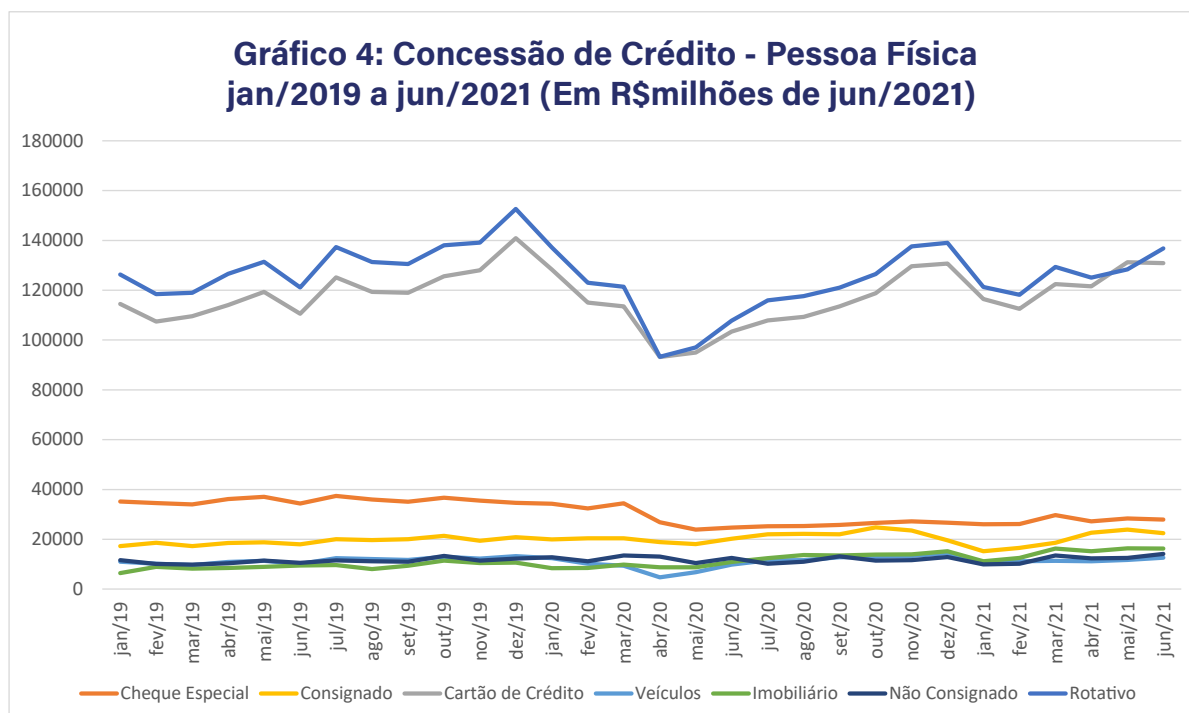
(gráfico 3). Olhando para a série longa de dados de concessão de crédito consignado do Banco Central constata-se que, depois de uma trajetória de crescimento quase permanente até outubro de 2020, houve um rápido comportamento em “V”, entre novembro/2020 e maio/2021, isto é, um movimento de queda seguido de rápido crescimento. Porém, os dados mais recentes apontam queda do crédito consignado entre junho e setembro de 2021, provavelmente demonstrando o esgotamento do uso do limite de 40% de comprometimento da renda dos servidores ativos e aposentados do INSS com essa modalidade de crédito.



Fonte: Banco Central. Dados deflacionados pelo IPCA. Elaboração própria.

Entretanto, investigando-se a concessão de crédito para pessoa física entre janeiro/2019 e setembro/2021 (gráfico 4) nota-se que, ao atingir o teto do comprometimento de suas rendas com o consignado, os servidores passaram a usar as opera-

ções de pior qualidade, lançando-se, como os demais trabalhadores do país, na direção do crédito rotativo, cartão de crédito parcelado e cheque especial, pois essas modalidades demonstraram crescimento no período entre março a setembro de 2021.

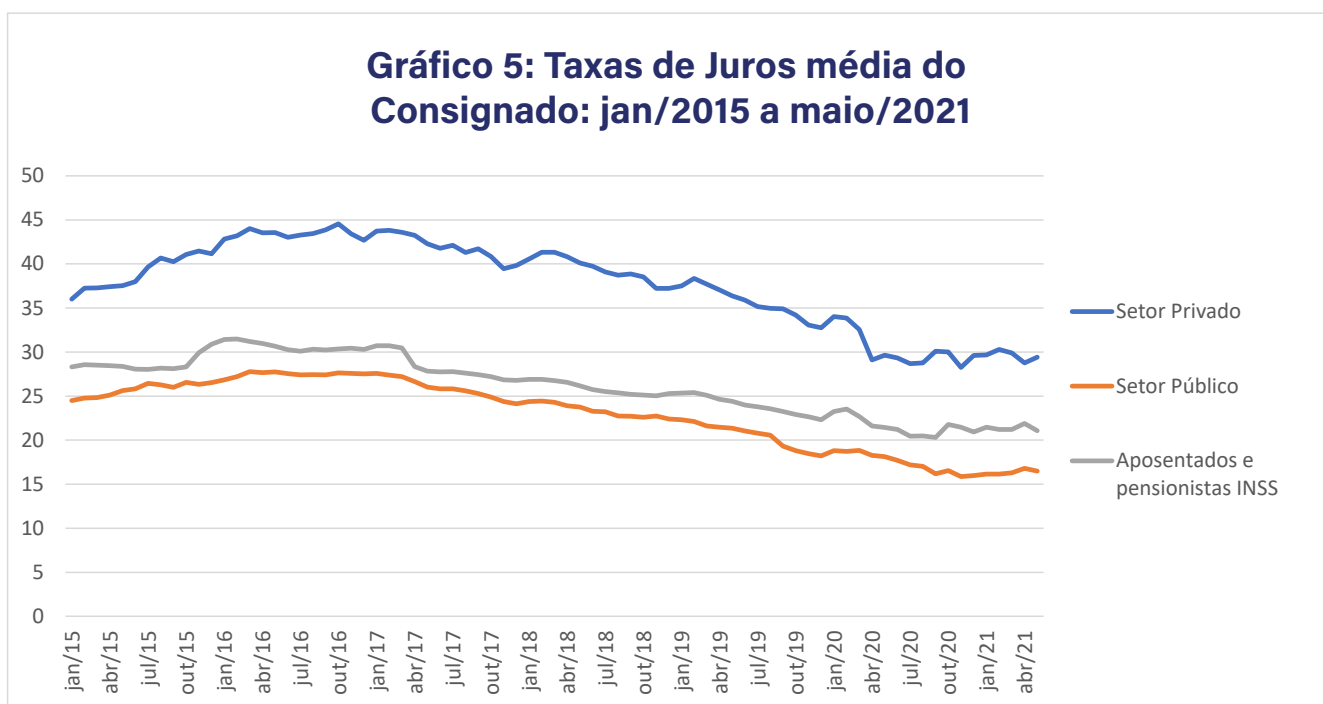


Fonte: Banco Central. Dados deflacionados pelo IPCA. Elaboração própria.

As estatísticas do Banco Central não disponibilizam informações sobre o indicador de endividamento dos servidores e nem percentual de comprometimento da renda mensal com o pagamento de dívidas. Entretanto, há relatos na imprensa, para certas categorias específicas, de que as dívidas, em média, somam de três a quatro vezes o salário mensal, sobretudo entre os trabalhadores do Banco Central, do Judiciário e do Legislativo (Correio Braziliense, 2012). Matéria jornalística do referido ano revela que, de acordo com o Instituto Brasileiro de Estudo e Defesa das Relações de Consumo (Ibedec), “dívidas de até R\$ 600 mil são comuns entre o funcionalismo” (Ibidem, 2012); e que a queda dos juros é um alívio para esse público, que terá oportunidade de renegociação com taxas melhores. Entretanto, dadas as circunstâncias recentes de crescimento veloz dos juros durante a pandemia em situação de inflação galopante, o mais provável é que os servidores não consigam reestruturar suas contas pendentes de forma a continuar atendendo suas necessidades de consumo.

É importante destacar a trajetória do comportamento das taxas de juros do consignado no mercado de crédito. Verifica-se no gráfico 5 que entraram em queda desde 2016. A queda da taxa básica de juros (Selic), juntamente com o menor risco do consignado em função da baixa inadimplência, fez com que os bancos cobrassem taxas de juros menores, funcionando como um potente fator de atração para os que procuravam crédito.

A trajetória de queda dos juros se manteve até início de 2020. Porém, durante a pandemia, essas taxas pararam de cair e tenderam a manter certa estabilidade. Em setembro de 2021 as informações disponibilizadas pelo Banco Central demonstravam que os trabalhadores da iniciativa privada pagavam taxas de juros equivalentes a 31% a.a. pelo crédito consignado, os aposentados e pensionistas do INSS, 20% a.a., enquanto os servidores ativos do setor público pagavam as mais baixas taxas, de 17% a.a. (gráfico 5).

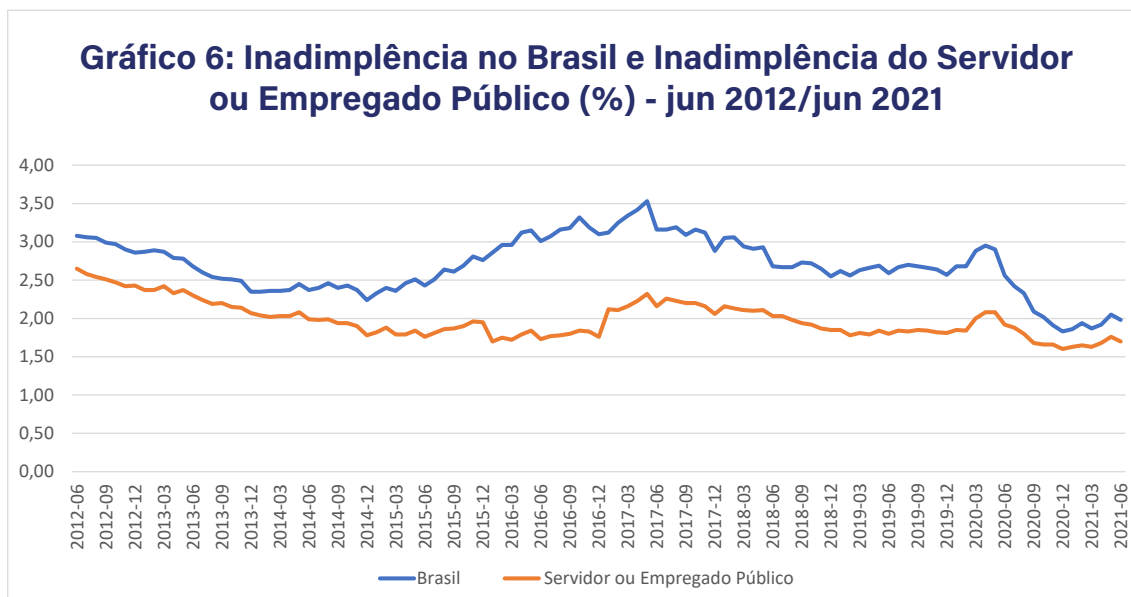


Fonte: Banco Central. Elaboração própria.



Sabe-se que os servidores públicos passam por grandes dificuldades com o excesso de dívidas, porém, o que se descortinou com a análise dos dados do Banco Central é que a inadimplência da sociedade brasileira é predominantemente desta categoria de trabalhadores, conforme se constata

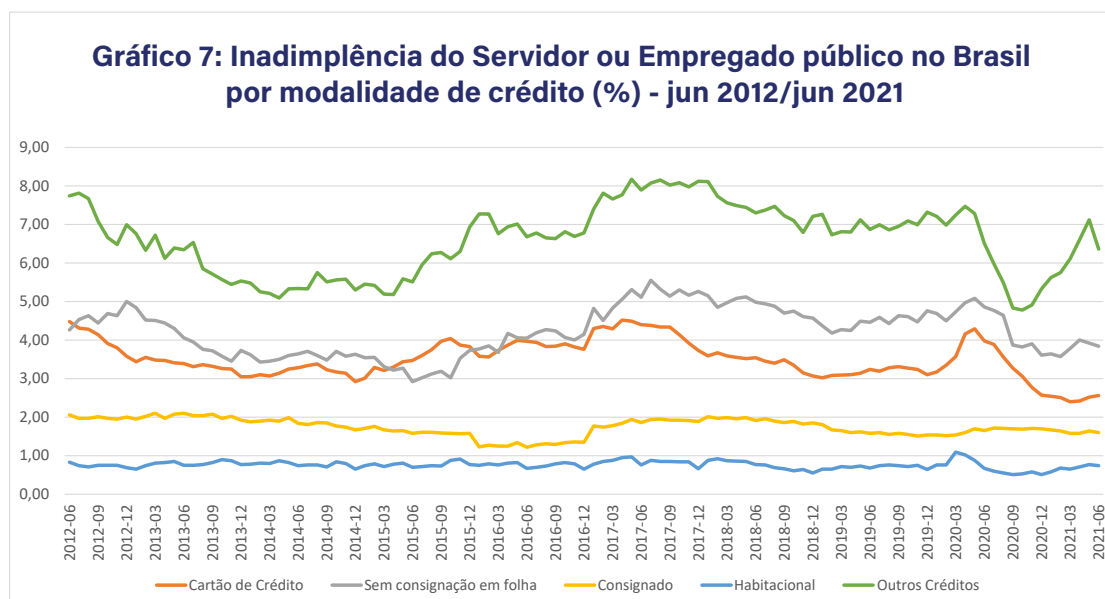
ta pelas duas curvas do gráfico 6. De fato, a impressionante conclusão, a partir dos dados desse gráfico, é de que a inadimplência dos servidores públicos chegou a representar 85% desse indicador em junho de 2021.



Fonte: Banco Central.

O gráfico 7 esclarece a inadimplência por modalidade de crédito, proporcionando um mapeamento muito relevante para encaminhar soluções coletivas para o problema do endividamento dos servidores. Percebe-se que a classificação "outros créditos" (que abriga o crédito direto ao consumidor – CDC, cheque especial, crédito rotativo,

veículos) acumula a maior inadimplência, enquanto o crédito habitacional é o de menor inadimplência. O gráfico 8, em seguida, reforça essa constatação, ao comprovar que é na categoria de "outros créditos" que estão os ativos mais problemáticos vinculados aos servidores públicos.



Fonte: Banco Central.

Destaque-se que as modalidades cartão de crédito parcelado, rotativo e cheque especial são precisamente os que possuem as maiores taxas nominais de juros do mercado, conforme se pode observar na Tabela 1. Os dados de juros são de um período específico do mês de novembro/2021, para instituições financeiras selecionadas para exemplificar o fenômeno. As informações do Banco Central expõem o elevado grau de expropriação da renda que sofrem as famílias brasileiras, alcançando patamares injustos e abusivos mesmo em um ambiente já familiarizado com a infâmia rentista.

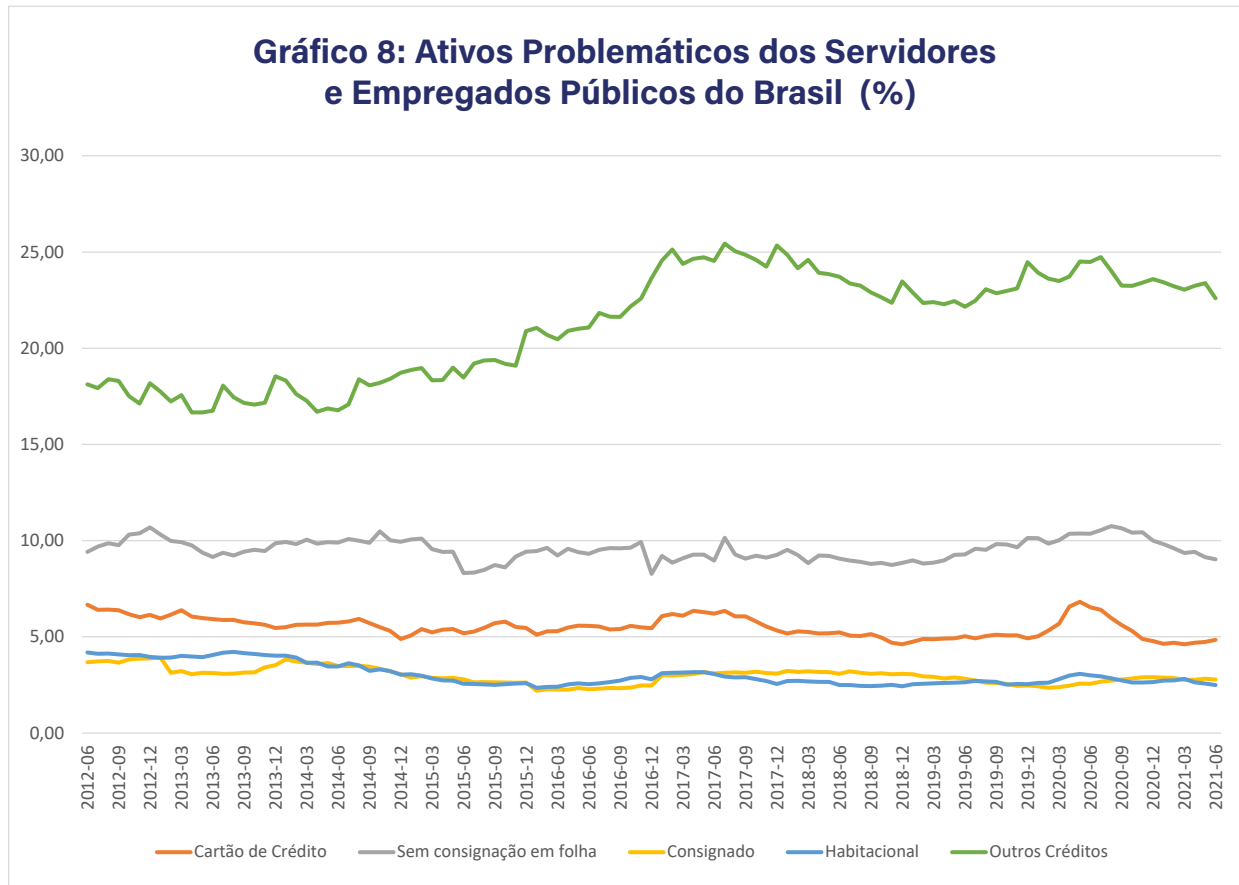
O crédito rotativo, que é o de maior volume concedido às famílias, tem juros que podem alcançar o limite superior de 888% a.a.! Bradesco e Santander, que estão entre os grandes bancos do mercado, prati-

cam taxas de rotativo de 336% e 339% a.a., respectivamente. O cartão de crédito parcelado, que é o segundo tipo de operação mais utilizada pelas famílias, tem taxas de juros média de 144% a.a., com o Bradesco aplicando taxas no patamar de 165% e Itaú de 162% a.a. Nesta modalidade de crédito, entretanto, os juros podem chegar a atingir 498,31% a.a.! A terceira modalidade de crédito de maior concessão às famílias é o cheque especial, com taxa média dos cinco bancos de 146% a.a., ficando Itaú e Bradesco no patamar elevado de 160% a.a. O crédito consignado para os servidores públicos, que cresceu de forma importante na pandemia, tem juros mais baixos, porém, ainda assim, elevados, variando entre 16.2% a.a. (CEF) e 22% a.a. (Itaú).

**Tabela 1: Taxas de Juros Nominais médias no Brasil - Instituições Financeiras Selecionadas (%)**

Período: 18/11/2021 a 24/11/2021

<b>Modalidade de Crédito</b>	<b>Caixa Econômica (CEF)</b>	<b>Banco do Brasil</b>	<b>Itaú</b>	<b>Bradesco</b>	<b>Santander</b>
<b>Cartão de Crédito Parcelado</b>	111,7	153,7	162,5	164,6	129,2
<b>Cartão de Crédito Rotativo em atraso</b>	214,5	295,0w	323,5	336,2	338,7
<b>Cheque Especial</b>	102,5	148,2	160,6	160,6	159,6
<b>Consignado p/ Serv. Públicos</b>	16,2	17,8	16,8	22,0	20,0
<b>Aquisição de Veículos</b>	19,2	19,9	27,0	24,0	26,5
<b>Desconto de Cheques</b>		38,6		39,7	
<b>Imobiliário c/ taxas reguladas</b>	9,4			2,1	11,9
<b>Imobiliário c/ taxas de mercado</b>	12,9			2,7	12,6



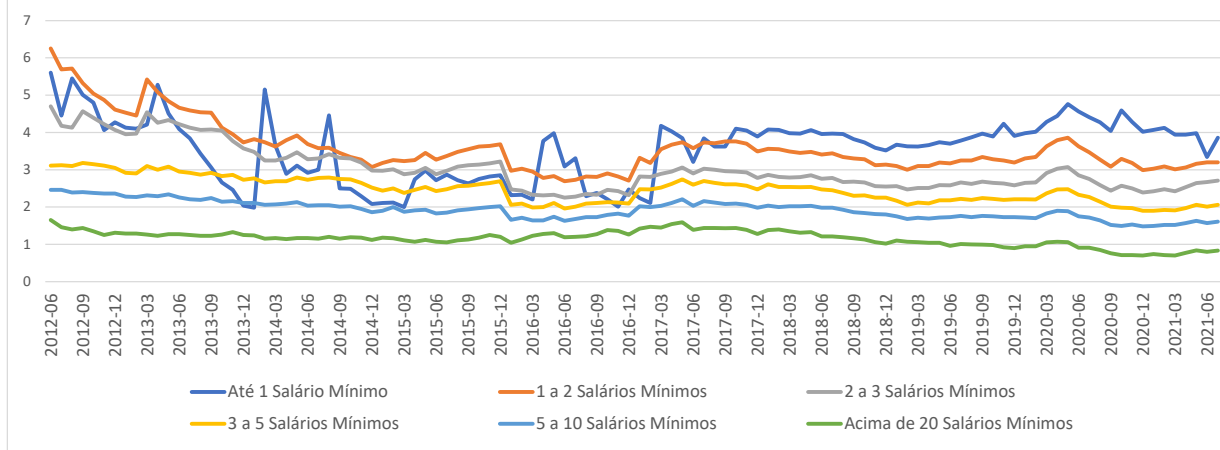
Fonte: Banco Central.

É comum o argumento do setor financeiro de que as taxas de juros no Brasil são altas devido à elevada inadimplência. Porém, países com nível de desenvolvimento próximo ou mesmo inferior, possuem taxas de juros reais muito menores do que as brasileiras, não havendo assim razão objetiva para que a inadimplência fosse necessariamente menor lá do que aqui. Outro argumento diz que tais países possuem marco regulatório mais eficiente e que por isso suas taxas de juros são menores. Consequentemente, a hipótese pertinente é a de que a inadimplência na economia brasileira é um subproduto da vigência de taxas reais de juros extremamente elevadas que comprometem a renda das famílias, drenando seu poder de compra e impedindo-as de quitar seus compromissos financeiros em dia e sob os montantes contratados. Portanto, trata-se de mais um dos efeitos adversos provocados pela financeirização usurária que permite ao sistema financeiro operar como agiota legalizado, impondo

suas condições de empréstimo e financiamento, sob tutela e sanção de um Estado sem autonomia de ação, pois fragilizado em sua institucionalidade devido a sua captura pela lógica e natureza da acumulação rentista-patrimonial.

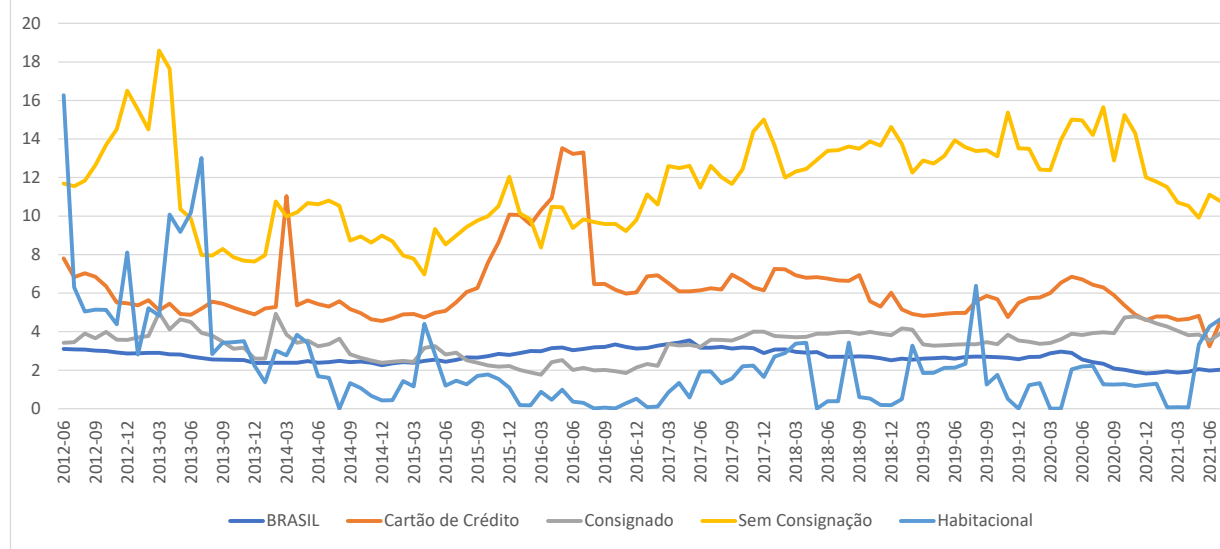
Como era de se esperar, a inadimplência tem efeitos sociais diferenciados ao atingir desigualmente os servidores por faixa de renda, afetando frontalmente os mais pobres, conforme gráfico 9. A inadimplência atinge fortemente os que recebem renda na faixa de até um salário mínimo e entre um e dois salários mínimos, segmentos que compõem mais de 60% da população ocupada. Constata-se também que, para essa faixa de renda mais baixa, é nas modalidades de cartão de crédito e crédito sem consignação que reside a grande parcela da dívida dos servidores em situação de descumprimento de pagamento (ver gráfico 10).

**Gráfico 9: Inadimplência do Servidor ou Empregado Público no Brasil por faixa de renda (%) - 2012 - 2021**



Fonte: Banco Central.

**Gráfico 10: Inadimplência do Servidor ou Empregado Público c/ renda até 1 salário mínimo, por tipo de crédito (%)**



Fonte: Banco Central

O diagrama múltiplo de dispersão no Gráfico 11 mostra, como esperado, a existência de uma correlação negativa entre os rendimentos salariais reais dos servidores públicos e a taxa de inadimplência no crédito pessoal consignado. Para níveis maiores de salário, as taxas de inadimplência são menores. Essa relação é nítida entre 2012 e 2019. Porém, com o surgimento da pandemia da covid-19 em 2020, a inadimplência dispara para níveis praticamente inalterados do salário médio real, o que se constata

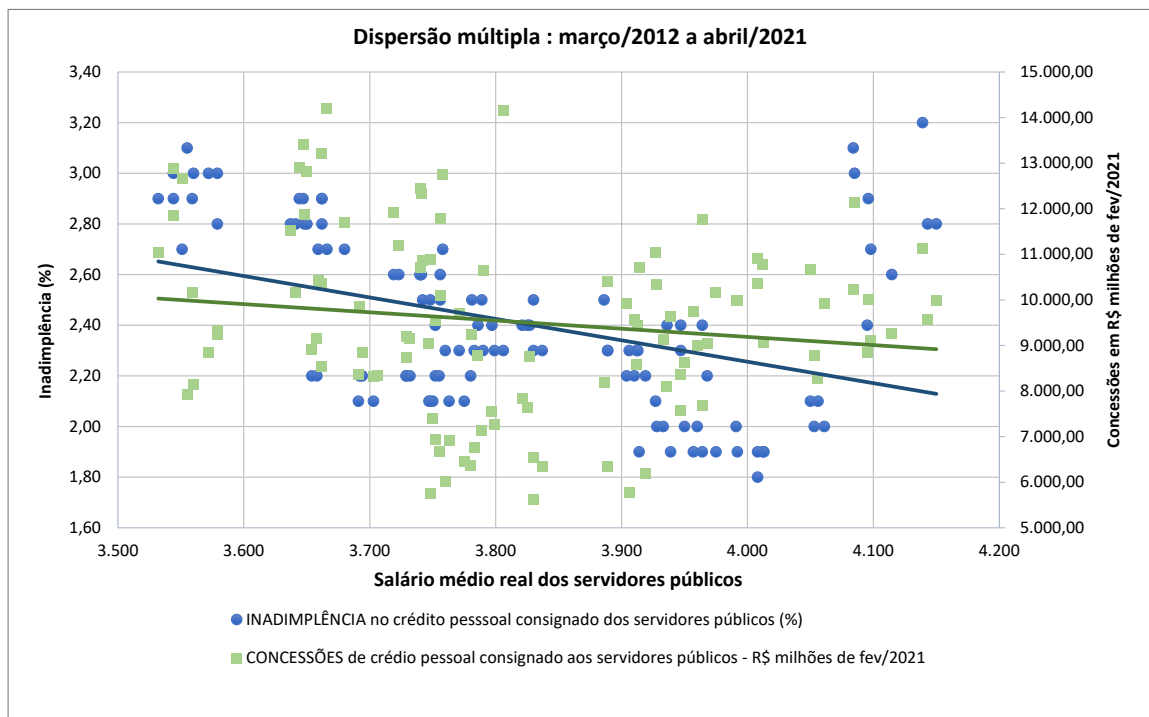
com os pontos que saem para cima da tendência linear ajustada em cor azul. Essa relação empírica expressa a existência de grande desigualdade salarial entre os empregados no serviço público, invalidando a vulgata governamental e midiática, isto é, a interpretação preconceituosa e ideológica segundo a qual essa categoria de empregados assalariados seria constituída por trabalhadores privilegiados, pois sempre bem remunerados.

Além disso, essa relação negativa entre o

salário médio real dos servidores públicos e a concessão de crédito pessoal consignado, representada no eixo vertical direito, no mesmo gráfico 11, também está associada à queda da inadimplência, pois à medida que o salário real aumenta, menor a demanda de crédito, conforme a tendência linear em cor verde. Mas, deve ser observado nesse comportamento da oferta e demanda de crédito que, ao crescerem, promovem rapi-

damente a inadimplência, resultado de um padrão de financeirização onde a drenagem dos rendimentos das famílias atinge níveis dramáticos de expropriação salarial das classes médias e de baixa renda. E isso só é possível pela capitalização composta de taxas reais de juros extremamente elevadas e incompatíveis com a capacidade de pagamento das famílias.

**Gráfico 11 - Dispersão múltipla entre salário médio real, concessões de crédito pessoal consignado e inadimplência dos servidores públicos (2012- 2021)**



Fonte: para salário médio real (rendimento médio real), dados da PNADC-IBGE e para concessões, dados do BCB. Elaboração própria.

Por outro lado, quando se constata que a relação crédito/PIB no Brasil ainda é baixa comparativamente a outros países, deve-se reconhecer a impossibilidade estrutural e macrodinâmica de que atinja níveis maiores e sustentáveis sem que seja autobloqueada pelas próprias características de um dos sistemas de crédito que está entre os mais caros e disfuncionais do mundo. Um sistema de crédito que, contando com o apoio das próprias instituições e órgãos do Estado, como o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional, reatualiza e reproduz em pleno século XXI, a lógica

pré-capitalista do capital usurário nos quadros de uma das sociedades capitalistas mais desiguais e economicamente injustas do mundo. E nesse contexto, os níveis altos de comprometimento da renda das famílias e sua consequente e recorrente inadimplência, expressam o caráter usurário da financeirização existente no Brasil e o modo como as elites rentistas e proprietárias de bancos acumulam riqueza por expropriação direta dos rendimentos do trabalho assalariado do setor público e privado e do excedente gerado pelas empresas do setor produtivo.

### 3. Considerações Finais

O crédito tem sido usado como um mecanismo de estímulo à demanda agregada com o objetivo de ser uma alternativa para compensar a redução de salários e de benefícios sociais, tanto de trabalhadores do setor público quanto do setor privado. Mas, na realidade, representa muito mais do que isso na estratégia do capitalismo financeirizado. O avanço da concessão de crédito e o aprofundamento do endividamento andou lado a lado com o processo de desestatização que afeta grandes e eficientes empresas estatais como Petrobrás, Correios, Eletrobrás e alcança as estruturas tradicionais do Estado na esfera da saúde, educação, saneamento básico, previdência, habitação e meio ambiente.

O objetivo de expropriação do patrimônio público e de direitos sociais é abrir fatias lucrativas de mercado para a atuação de fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras. Nesse processo, os servidores públicos são atingidos de várias maneiras: pela contração de salários, redução de direitos sociais, corte de quadros, insuficiência de recursos para a realização de suas competências, desqualificação e desautorizações públicas no exercício de suas funções e extinção de órgãos. São parte da estratégia que visa minar a estrutura do Estado de forma a torná-lo ineficaz para os cidadãos, porém muito conveniente aos interesses das corporações, sobretudo da grande finança. São várias minirreformas e, recentemente, "a" grande reforma administrativa, que foi encaminhada ao Congresso Nacional através da Proposta de Emenda Constitucional - PEC 32/2020 e que tem sido, até o encerramento deste texto, enfrentada com coragem, construção de consciência e conhecimento, assim como capacidade de organização dos movimentos representativos dos servidores públicos.

As sanções sobre os servidores, na verdade e antes de mais nada, destroem qualquer perspectiva de desenvolvimento do país e acirram a luta de classes porque remercantilizam a reprodução social dos trabalhadores. Reduzir a importância dos servidores públicos e estimular a captura de seus salários para a acumulação financeira não fará o Estado mais eficiente, a não ser para a grande finança. Este texto procurou demonstrar, com o uso da base de dados do Banco Central, que os servidores estão dentro da armadilha da lógica de endividamento galopante que alimenta os ganhos rentistas pautados em juros escorchantes. O assédio do mercado de crédito sob a coordenação do Estado, as facilidades proporcionadas por plataformas tecnológicas digitais e aplicativos de celulares, associadas às perdas históricas de poder de compra dos salários e benefícios sociais dos servidores públicos aceleraram o endividamento, tornando-os dependentes de custosos parcelamentos em cartões de créditos, empréstimos rotativos, cheque especial, empréstimo consignado e empréstimo pessoais. Mais precisamente, 85% do endividamento das famílias brasileiras provém dos servidores públicos. Constatou-se ainda que, ao atingir o limite de 40% de comprometimento de suas rendas com o crédito consignado, os servidores passaram a usar as operações financeiras de pior qualidade, de curto prazo e a juros aviltantes. O resultado tem sido aumento preocupante da inadimplência que produz efeitos sociais diferenciados ao atingir desigualmente os servidores por faixa de renda, afetando frontalmente os mais pobres e fragilizando coesão da luta política no interior do funcionalismo.

A oferta de crédito é sem dúvida um dos motores principais do crescimento e desenvolvimento socioeconômico. Mas é preciso considerar também suas modalidades, custos, prazos e o mais importan-

te, o modo como evoluem os rendimentos da população tomadora de empréstimos e financiamentos. A história econômica nos mostra que a expansão das operações de crédito foi uma das condições estruturais que permitiram a *golden age* do capitalismo no pós-Segunda Guerra, o período fordista de 30 anos de prosperidade, redução das desigualdades sociais e melhora sustentada das condições de vida nos países da OCDE. Porém, os salários, tanto do setor público, quanto privado, permaneciam conectados aos ganhos de produtividade e ao custo de vida, elevando o poder aquisitivo e reduzindo significativamente os riscos de inadimplência por superendividamento. Além da própria expansão das instituições de bem-estar social responsáveis pelo salário indireto e provisão de bens públicos.

Não é esse mais o caso, mesmo em países já desenvolvidos. No Brasil tem sido mais grave e complexo, pois a economia do país tem sido marcada por produtividade demasiadamente baixa e estagnante.

E, paralelamente, as políticas ultraliberais de flexibilização precarizante das relações de trabalho, juntamente com as reformas do Estado que reduzem o salário indireto, rebaixam salários nominais e os desconectam da evolução da produtividade, torna-os significativamente menores e mais voláteis, pois os situam permanentemente sujeitos à corrosão por aumentos da inflação. As mesmas condições degradantes se verificam para os servidores públicos, que desde 2010 têm passado por períodos de forte contração salarial. Nessas condições macroeconômicas e estruturais, a expansão do crédito está longe de gerar os benefícios sociais que se poderia esperar, pois isso exigiria um novo regime de crescimento e acumulação de capital e, no caso brasileiro, a reestruturação completa das relações entre setor financeiro, Estado e os demais setores da economia, a fim de que as taxas de juros baixem para níveis compatíveis com os rendimentos da população e das empresas não-financeiras.

## Referências

ALVES, Hélio Heron da Silveira (2016). O endividamento do servidor público no Brasil: o caso da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Dissertação de Mestrado submetida ao Programa de PósGraduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS.

CARDOSO JR., José Celso (2019). Argumentos para combater o *bullying* institucional do governo Bolsonaro. In: Afipea-Sindical. Mitos liberais acerca do Estado brasileiro e bases para um serviço público de qualidade. Brasília : Afipea-Sindical; São Paulo, Quanta.

\_\_\_\_\_ (2020). Terrorismo fiscal, catástrofe liberal: a morte lenta (porém súbita!) da Constituição Cidadã pelos pés do governo Bolsonaro/Guedes. In: MELLO, Lawrence E. de & GEDIEL, José. A. Peres. (2019). Erosão de Direitos: reformas neoliberais e assédio institucional. Curitiba, Kayganguê.

Correio Braziliense, 2021. "Bolsonaro planeja aumento de 5% para servidores em 2022, mas perdas salariais ultrapassam 48%". Publicado em 29/06/2021. Disponível em: (<https://blogs.correio braziliense.com.br/servidor/bolsonaro-planeja-aumento-de-5-para-servidores-em-2022-mas-perdas-salariais-ultrapassam-48/> ).

Correio Braziliense, 2012. "Sem Controle com gastos, servidores públicos devem em média 4 salários". Disponível em: ([https://www.correio braziliense.com.br/app/noticia/economia/2012/04/12/internas\\_economia,297506/sem-controle-com-gastos-servidores-publicos-devem-em-media-4-salarios.shtml](https://www.correio braziliense.com.br/app/noticia/economia/2012/04/12/internas_economia,297506/sem-controle-com-gastos-servidores-publicos-devem-em-media-4-salarios.shtml))

COSTA, Joana; SILVEIRA, Fernando G.; AZEVEDO, Bruna; CARVALHO, Sandro. (2021). Diferencial salarial público-privado contribui para a desigualdade de renda? Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea, Nota Técnica 72, Ano 27, outubro.

GONÇALVES, Guilherme Campos (2021). Endividamento Pessoal: uma análise a partir da utilização do crédito consignado por servidores públicos. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Gestão Pública, da Universidade de Brasília.

JESTL, Stefan (2019). The Impact of Income Inequality on Household Indebtedness in Euro Area Countries. The Vienna Institute for International Economic Studies, Working Paper 173, dezembro.

MORELLI, Salvatore and ATKINSON, Anthony B. (2015). Inequality and crises revisited. *Econ Polit* 32, pp. 31–51.

OIT – Organização Internacional do Trabalho (1999). Trabalho Decente. Disponível em” <https://www.ilo.org/brasil/temas/trabalho-decente/lang--pt/index.htm>

PAGLIARI, Stefano and YOUNG, Kevin L. Young (2020). How Financialization is Reproduced Politically. In: MADER, Phil; MERTENS, Daniel and VAN DER ZWAN, Natascha (Eds.) *International Handbook of Financialization*, London: Routledge, pp. 113 - 124.

SOEDEBERG, Susanne (2014). *Debtfare States and the Poverty Industry. Money, discipline and the surplus population*. New York, Routledge.

STOCKHAMMER, Engelbert. (2013). Rising inequality as a cause of the present crisis. In: *Cambridge Journal of Economics* 39.3, pp. 935–958.

TREECK, Till van. (2013). Did inequality cause the US financial crisis? In: *Journal of Economic Surveys* 28.3, pp. 421– 448.

WIEDEMANN, Andreas (2021). A Social Policy Theory of Everyday Borrowing: On the Role of Welfare States and Credit Regimes. *American Journal of Political Science*. June, 6th.

WRAY, L. Randall (2003). *Trabalho e moeda hoje. A chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Editora UFRJ – Contraponto.



# PARTE III

## **Do Austericídio à Desfinanceirização e Desprivatização do Estado e das Finanças Públicas no Brasil**

18. Sustentabilidade Fiscal e a Ilusão da Objetividade .....	466
19. Austeridade Fiscal e Captura do Orçamento Público no Brasil.....	480
20. Pandemia, Resposta Emergencial e os Riscos da Austeridade Fiscal no Brasil .....	497
21. Gasto Público com Pessoal Ativo na Federação Brasileira entre 2002/2020.....	517
22. Gestão da Dívida Pública, da Liquidez e do Câmbio no Brasil, 2011 a 2019: custo fiscal e implicações para a superação da armadilha do baixo crescimento .....	534
23. O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal .....	556

# 18

## Sustentabilidade Fiscal e a Ilusão da Objetividade

*Emilio Chernavsky<sup>1</sup>*

### Resumo

Em dezembro de 2016, o Congresso promulgou emenda constitucional que estabeleceu um novo regime fiscal limitando por vinte anos, em termos reais, os gastos primários da União aos valores registrados naquele ano, criando o que ficou conhecido como teto de gastos, regra particularmente severa com a qual se mostraria o compromisso do governo com a sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública. No entanto, após a introdução nos últimos anos de uma série de exceções que flexibilizaram as restrições por ele impostas, a eficácia do teto para conter a expansão dos gastos públicos e garantir a sustentabilidade fiscal passou a ser questionada.

A sustentabilidade, definida como a situação em que os credores acreditam na disposição do governo de continuar a servir sua dívida (que será, dessa forma, sustentável) sem submetê-los a uma perda de capital oriunda da aceleração da inflação ou do forte aumento da tributação, é necessária para que o Estado possua autonomia para prestar serviços públicos, distribuir renda e atuar na promoção do desenvolvimento sem incorrer em custos excessivamente elevados ou até ser inviabilizado por seus credores. A avaliação da sustentabilidade, contudo, realizada com base em projeções

elaboradas sob elevada incerteza, modelos questionáveis e apoiando-se em escolhas arbitrárias é, ao contrário do que uma visão superficial indicaria, eminentemente subjetiva. Com isso, frustrando as promessas dos defensores das regras fiscais como a do teto de gastos, seu cumprimento não pode garantir a sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública, que dependerá de múltiplos fatores que afetam a percepção dos credores.

Sem garantir a sustentabilidade que a objetividade possibilitaria, as regras ainda carregam vários efeitos colaterais prejudiciais, em especial o aprofundamento do ciclo econômico, a redução da qualidade das políticas públicas, o desvio das prioridades do governo, e a redução da transparência de suas contas. Por isso, o entusiasmo em torno delas como mecanismo conveniente, quando não indispensável, para buscar a sustentabilidade fiscal, tem recentemente diminuído. Isso não significa que elas não possam fazer parte de um arcabouço institucional que de fato busque a sustentabilidade e que seja favorável ao desenvolvimento econômico, mas sugere que, ao contrário do que tem ocorrido no Brasil, sejam usadas com parcimônia.

---

1 Doutor em economia pela USP e Servidor público federal (EPPGG).

## 1. Introdução: o teto de gastos contra o juízo fiscal

Em dezembro de 2016, o Congresso promulgou emenda que estabeleceu no próprio texto constitucional um novo regime fiscal que limitava pelos vinte anos seguintes, em termos reais, os gastos primários de cada poder e órgão autônomo da União aos valores registrados naquele ano, criando, assim, o que ficou então conhecido como *teto de gastos*.

Durante sua tramitação, a mudança foi enfaticamente defendida no debate legislativo e por analistas ouvidos por veículos especializados e pelos grandes meios de comunicação como indispensável para reverter o desequilíbrio fiscal do Governo Federal e, com isso, salvar o país do desastre. Nas palavras do relator da proposta na Câmara, as quais bem retratam o ambiente então reinante, *“sem a sua aprovação, nossa economia entrará em colapso nos próximos anos, com devastadoras consequências para a coesão social. [...] o Dia do Juízo Fiscal chegará e atingirá a todos.”*<sup>2</sup>

Tal previsão apocalíptica se apoiava no diagnóstico de que o Brasil se encontrava então em um quadro de agudo desequilíbrio fiscal (Brasil, 2016) com raiz “no crescimento acelerado da despesa pública primária”, que seria responsável pela deterioração do resultado primário e pelo aumento sem precedentes da dívida pública.<sup>3</sup> Isso provocaria o aumento do seu custo de financiamento e, em um segundo momento, a recusa dos investidores em financiá-la. Nessa situação, apenas restaria ao

governo elevar fortemente os impostos ou recorrer à emissão inflacionária de moeda, reduzindo a rentabilidade das empresas. Já antevendo essa possibilidade, inclusive, os empresários teriam deixado de investir, o que contribuiria para explicar a profunda recessão que o país então vivenciava. É nesse contexto que, para seus defensores, o teto, ao criar um limite estrito à expansão dos gastos públicos, mostraria o compromisso do governo com a sustentabilidade da dívida e daria credibilidade à política fiscal na busca desse objetivo, o que permitiria recuperar a confiança dos agentes, reduzir a taxa de juros e retomar o investimento e, com ele, o crescimento econômico.

O teto de gastos é um típico exemplo de *regra fiscal*. Numa definição muito citada, uma regra é *“uma restrição permanente sobre a política fiscal por meio de limites numéricos simples sobre agregados orçamentários”* (Kopits & Symansky, 1998), tais como o resultado fiscal, a dívida e o gasto públicos. Embora regras de resultado equilibrado existam pontualmente há décadas, o uso das regras somente passou a se disseminar fortemente no mundo a partir dos anos 1990. Hoje, mais de 90 países aplicam uma ou mais delas (Lledó et al, 2017), entre eles o Brasil, cuja Constituição de 1988 já trazia uma série de restrições e outras definições relacionadas à política fiscal, às quais novas disposições foram sendo acrescentadas ao longo do tempo.

O objetivo mais comumente evocado para a introdução das regras é o de promover a *sustentabilidade fiscal* (IMF, 2009), as-

2 [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra?codteor=1495741](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1495741)

3 É importante destacar que, como mostram Chernavsky et al (2020), o descontrole dos gastos públicos no período que antecede a criação do teto no qual o diagnóstico de crise fiscal aguda decisivamente se apoia, simplesmente não ocorreu. É fato que entre 2011 e 2014 as despesas primárias cresceram de forma contínua; no entanto, o fizeram em ritmo significativamente menor que na década anterior. Em 2015, inclusive, caíram e, quando medidas em relação do PIB, as despesas haviam parado de crescer já em 2009. Além disso, até 2013 as receitas cresciam de forma mais rápida, o que permitiu a geração contínua de superávits primários anuais no período. Os déficits registrados a partir de 2014, portanto, não resultaram do aumento descontrolado dos gastos, que não ocorreu, mas da queda significativa das receitas do governo.

sociada no discurso dominante à obtenção de melhores resultados fiscais. Tal associação, contudo, é questionável, dado que, embora países que possuem regras de fato tendam a apresentar melhores resultados fiscais, não é certo que a introdução de regras em países que não as possuem leve à redução dos déficits e da dívida do governo, como sustentava a maior parte da literatura dominante até a crise financeira global de 2008.<sup>4</sup> Com efeito, estudos recentes<sup>5</sup> mostram que ao considerar explicitamente a possível endogeneidade das regras,<sup>6</sup> que não era tratada de forma adequada nos estudos anteriores, **a correlação geralmente verificada entre regras fiscais e menores déficits desaparece.**

Se os propalados efeitos positivos das regras sobre a evolução dos agregados fiscais têm sido questionados, **as evidências práticas têm reforçado críticas importantes que apontam suas disfunções sobre a economia e a ação do governo. As principais delas se referem a: i) sua frequente natureza pró-cíclica;<sup>7</sup> ii) seu efeito negativo sobre a qualidade das políticas públicas, penalizando especialmente os investimentos; iii) ao fato de absorverem grande parte da capacidade política e técnica do governo, desviando-o de outras prioridades; e iv) a seu incentivo à contabilidade criativa e à redução da transparência das contas públicas.** Tais críticas, todavia, não têm impedido que novas regras continuem a ser adicionadas ao

arcabouço fiscal dos países, normalmente sem alterar ou revogar aquelas existentes.<sup>8</sup> Esse é o caso do teto de gastos brasileiro.

O teto é uma regra especialmente severa, que veda todo e qualquer aumento real das despesas independentemente do crescimento do PIB; extremamente *rígida*, ao estar inscrita no texto constitucional; *inflexível*, ao autorizar pouquíssimas exceções e não prever cláusulas de escape em caso de choques adversos; e com validade singularmente *prolongada*, ao prever vigência durante vinte anos - cinco mandatos presidenciais. Com essas escolhas radicais, o teto de gastos brasileiro se afastou das práticas internacionais, e mesmo do seu objetivo declarado de evitar a expansão dos gastos públicos, revelando **seu objetivo principal, mas inconfesso: redesenhar o Estado brasileiro, para que a parcela do gasto público** na renda nacional, hoje em torno de 40% do PIB, que aproxima o país da média dos países desenvolvidos, seja cada vez menor, chegando a algo entre 20 e 25% ao fim dos vinte anos. Com isso, também cada vez menor seria a capacidade do Estado de atuar para reparar injustiças históricas e promover uma sociedade menos desigual por meio da transferência de recursos a seus estratos mais vulneráveis e do fornecimento de mais e melhores serviços públicos a uma população que cresce em número e em demandas.

### **A escolha do tamanho do Estado, ou**

---

4 Ver, por exemplo, Debrun et al (2008) para a União Europeia, e Corbacho e Schwartz (2007) para países emergentes.

5 Ver, por exemplo, por exemplo, Heinemann et al (2017) e Caselli e Reynaud (2019).

6 A endogeneidade se manifesta neste caso quando as características que levam os países a apresentar bons resultados no controle da dívida e do déficit público são as mesmas que os levam a implantar as regras fiscais. Nessa situação, não são as regras as responsáveis por aqueles resultados fiscais, mas, sim, a presença daquelas características.

7 Ver discussão em Ardanaz (2020).

8 A adição de regras fiscais em contextos econômicos e políticos diferentes e geralmente sem revisar as regras existentes tem feito com que o arcabouço fiscal de muitos países, inclusive no Brasil, abranja com frequência uma multiplicidade de regras inconsistentes e superpostas entre si e, com isso, ineficientes e ineficazes, quando não contraproducentes. Ver a respeito Chernavsky (2022).

**seja, dos recursos que controla e das obrigações que possui, é uma escolha legítima a ser feita pela população em um país democrático. O Brasil fez uma escolha nesse sentido na Constituição de 1988, onde está inscrita a intenção de erigir um Estado de bem-estar social robusto como o que é adotado pela grande maioria dos países desenvolvidos. O teto de gastos inviabiliza esse tipo de Estado, forçando o desmonte do que já foi construído e contribuindo para que ele seja substituído por um Estado mínimo, que pouco gasta, mas também pouco faz.**

Contudo, como dificilmente a população escolheria esse caminho através do voto, era preciso que a introdução do teto fosse vista não como alternativa de política entre outras possíveis, mas como decisão absolutamente inescapável. O catastrofismo em torno à ameaça de colapso econômico iminente, o Dia do Juízo Fiscal, foi fundamental para criar o clima político necessário para que essa visão se propagasse, permitindo assim a aprovação do teto no Congresso por ampla maioria a despeito das advertências então feitas por seus críticos quanto a sua viabilidade prática e a seus impactos negativos sobre as políticas públicas.<sup>9</sup>

E tão bem-sucedido foi esse clima que ele continua sendo recorrentemente resgatado desde então, a cada vez que o teto de gastos sofre críticas e pressões por mudanças. Isso não impediu, no entanto, que ele venha sendo, nos últimos anos, objeto de importantes alterações que têm minado sua rigidez original. Discutiremos essas alterações na próxima seção. Na terceira, analisaremos o conceito de sustentabilidade e sua relação com as regras fiscais. Na quarta, mostraremos que, ao contrário do que seria de se esperar, dada a forma com

que o assunto é normalmente tratado, a avaliação de sustentabilidade possui natureza fundamentalmente subjetiva. Na quinta, discutiremos tanto a flexibilidade como a rigidez das regras fiscais, chamando atenção para o fato de que elas constituem verdadeira ameaça à sustentabilidade, que não pode por meio delas ser garantida. Finalmente, na sexta e última seção conjectura-se sobre o lugar das regras fiscais em um arcabouço que permita buscar a sustentabilidade fiscal e também o desenvolvimento econômico do país.

## 2. O Teto Trincado

As alterações no teto de gastos não se fizeram presentes em seus dois primeiros anos de vigência, dado que, introduzido em um período de inflação decrescente, ele foi criado com uma “folga inicial”<sup>10</sup> em relação aos gastos programados, que fez com que ele não se tornasse uma restrição imediatamente. Além disso, o crescimento vegetativo de certos gastos obrigatórios, que comprime o espaço dos demais gastos primários dentro do teto e gera dificuldades à gestão orçamentária, possui pequeno efeito cumulativo em apenas dois anos. Essas razões permitiram que, até 2018, o teto não tivesse sofrido alterações. Estas, contudo, iniciaram já em 2019 com a promulgação da emenda constitucional nº 102, que incluiu as transferências aos entes federados de valores arrecadados pela União nos leilões dos volumes de petróleo que excedessem o limite cedido para exploração pela Petrobras em 2010, no que ficou conhecido como *cessão onerosa* como exceção às despesas sujeitas ao teto. Dele excepcionou-se também a despesa decorrente da revisão prevista do contrato com a empresa em razão da flutuação dos valores do

9 Nesse sentido ver, por exemplo, a seção 3.5 em Forum 21 et al, 2016.

10 A folga é fruto de que o cálculo do teto em seu primeiro ano de vigência, 2017, corrigiu o gasto primário de 2016 por um percentual (7,20%) que refletia uma inflação passada mais alta do que a inflação que se verificou no ano em que os gastos foram efetivamente realizados (2,95%).

petróleo, que era pré-condição para a realização daqueles leilões.<sup>11</sup> Com isso, mais de R\$34 bilhões destinados a essa despesa deixaram de ser contabilizados dentro do teto e puderam ser aplicados em outros gastos primários, relaxando a restrição por ele imposta.

A flexibilização deu um grande salto no ano seguinte, 2020, com o mundo sacudido pela pandemia da Covid-19.<sup>12</sup> Nesse ano, o governo editou 39 medidas provisórias que abriram um valor excepcionalmente elevado<sup>13</sup> em créditos extraordinários para o custeio de gastos urgentes e não previstos, mas necessários para combater a pandemia, ainda que nem sempre facilmente diferenciáveis na prática de outros gastos. Como as despesas pagas com tais créditos não estão sujeitas ao teto (sendo uma das poucas exceções), os gastos públicos naquele ano puderam ser muito superiores ao limite imposto por ele. A situação voltou a se repetir em 2021, com a continuidade dos efeitos sociais e econômicos negativos da pandemia, e a edição, embora em valores significativamente menores que no ano anterior,<sup>14</sup> de créditos extraordinários para custear as despesas para combater esses efeitos, mais uma vez flexibilizando assim as restrições impostas pelo teto. Mas esse não foi o principal caminho para promover a flexibilização. Além dos créditos, o Congresso aprovou em 2021 duas emendas

constitucionais que trazem importantes alterações no funcionamento do teto de gastos.

A primeira delas, a EC nº 113, alterou a forma de cálculo para sua correção anual. Enquanto o texto original previa que isso ocorreria aplicando-se o índice de inflação registrado nos doze meses terminados em junho do exercício anterior ao qual se refere a lei orçamentária sobre a qual o limite de gastos incide, a emenda dispôs que fosse aplicado o índice de inflação, apurado no exercício anterior completo, ou seja, nos doze meses entre janeiro a dezembro. A mudança, no contexto de inflação crescente em que foi proposta, implicou na elevação do teto, abrindo espaço para gastos que de outra forma estariam vedados, no próprio ano de 2021 (limitada no texto da emenda a R\$15 bilhões) e, em especial, no ano eleitoral de 2022 (quase R\$68 bilhões).

Para este ano, o espaço para gastos restringido pelo teto aumentou graças também a uma segunda emenda, a EC nº 114, que estabeleceu um limite anual para o pagamento de precatórios pela União, equivalente ao valor pago nessa rubrica em 2016, corrigido apenas pela inflação, e remeteu o pagamento dos valores que excedessem esse limite aos exercícios futuros. Esses pagamentos vinham absorvendo recursos crescentes, e de fato atingiriam em 2022

---

11 Ver <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/09/26/promulgada-emenda-que-exclui-repasse-do-petroleo-do-teto-de-gastos-da-uniao>.

12 É preciso destacar, no entanto, que mesmo sem a pandemia, o teto de gastos provocaria tensões dentro do orçamento já em 2020 e não é certo que elas não o levariam a sofrer alterações no correr daquele ano. Desde sua adoção, analistas apontam que as restrições crescentes impostas pelo teto acabariam por inviabilizar o funcionamento do Estado, tornando-o inexecutável na prática. Segundo Borges (2020), o próprio Ministério da Economia teria reconhecido, mesmo que não formalmente, a não factibilidade econômica e política do teto, ao constatar que sua manutenção levaria, mesmo adotando uma série de hipóteses otimistas, à redução das despesas discricionárias a apenas 1% do PIB em 2026, nível que paralisaria totalmente a máquina pública federal.

13 Os R\$585 bilhões em créditos extraordinários abertos para combater a pandemia de Covid-19 em 2020, descontados dos R\$8 bilhões cancelados, corresponderam a quase 40% do teto de gastos primários daquele ano. Ver <https://www12.senado.leg.br/ifi/covid-19/painel-de-creditos-covid-19>.

14 Em especial o Auxílio Emergencial, programa de transferência direta de renda às pessoas desocupadas em razão dos efeitos da pandemia, principal destino dos recursos objeto dos créditos extraordinários, absorveu valores significativamente menores em 2021 em relação a 2020.

um patamar recorde. Os precatórios são dívidas reconhecidas em decisões judiciais transitadas em julgado e, portanto, sua execução é obrigatória,<sup>15</sup> razão pela qual seu crescimento comprime o espaço dentro do teto para outros gastos. Com a introdução do limite anual, quase R\$45 bilhões, que seriam destinados a eles em 2022, poderão ser aplicados em outros fins.

Somadas, as duas alterações constitucionais acima resumidas geraram, segundo a Instituição Fiscal Independente (IFI, 2022), vinculada ao Senado, um amplo espaço de cerca de R\$113 bilhões dentro do teto, o que equivale a 6,7% do total de despesas a ele sujeitas, e a quase 85% do total das despesas discricionárias inscritas no orçamento da União para aquele ano. Sem as alterações, o próprio funcionamento da máquina governamental estaria inviabilizado já em 2021.

As sucessivas flexibilizações – na verdade, elevações – no teto, em particular as mais recentes, promovidas pelas emendas constitucionais promulgadas em 2021, têm gerado questionamentos entre os analistas quanto à capacidade da regra de cumprir eficazmente seu objetivo original de limitar a expansão (na verdade, como vimos acima, de reduzir a participação relativa) dos gastos do governo, contendo as pressões políticas nesse sentido. Afinal, o que impediria a ocorrência de outras alterações, permitindo novas expansões dos gastos no futuro? De fato, vários de seus defensores outrora mais entusiasmados **têm afirmado que** aquela capacidade não mais existe,

que o teto teria sido desmontado<sup>16</sup> e que estaríamos próximos do seu fim.<sup>17</sup>

Mesmo que não tenhamos chegado a esse ponto, as muitas declarações de analistas na imprensa especializada e em comunicados a investidores de fato sugerem que as alterações no teto e a expansão dos gastos acima do que seria por ele originalmente admitido reduziram sua credibilidade e a da política fiscal (IFI, 2021) nos termos colocados por seus defensores. Tendo o teto sido introduzido para “restabelecer a confiança na sustentabilidade dos gastos e da dívida pública”,<sup>18</sup> a perda da credibilidade sugere que a sustentabilidade está ameaçada. Para entender o que isso significa, discutiremos na próxima seção esse conceito, evocado com frequência, mas raramente definido de forma cuidadosa.

### 3. Regras Fiscais e Sustentabilidade

O objetivo das restrições numéricas impostas pelas regras em geral e pelo teto de gastos em particular é o de, basicamente, reduzir a discricionariedade do governo na execução da política fiscal para, nos dizeres do FMI, “*corrigir incentivos distorcidos e conter pressões para gastar demais, especialmente em bons tempos, e assim assegurar a responsabilidade fiscal e a sustentabilidade da dívida pública*”.<sup>19</sup> Nessa visão, os incentivos distorcidos e as pressões que exercem durante a elaboração e execução do orçamento público criariam um “viés de déficit” na ação dos governos, uma tendência não validada eleitoralmente à expansão do gasto público sistematicamente acima

15 A alteração constitucional que permite o adiamento do seu pagamento pode ser vista como uma imposição unilateral que tem gerado fortes questionamentos jurídicos e constitui uma fonte de incerteza sobre a execução do orçamento nos próximos anos.

16 <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-mendes/2021/12/pec-dos-precatorios-deixa-politica-fiscal-a-deriva.shtml>.

17 <https://opinio.estado.com.br/noticias/espaco-aberto,o-fim-do-teto-de-gastos,70003852526>.

18 [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=node0mlhzzqfewltb8f2wwqg-flktt21263729.node0?codteor=1468431&filename=Tramitacao-PEC+241/2016](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0mlhzzqfewltb8f2wwqg-flktt21263729.node0?codteor=1468431&filename=Tramitacao-PEC+241/2016)

19 <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>.

da expansão das receitas. Tal tendência seria uma das, senão a principal responsável pelo aumento contínuo da dívida pública registrado em todo o mundo a partir dos anos 1970. Certamente, o protagonismo do viés nesse aumento é questionável, dado que a expansão da dívida foi acompanhada em grande parte dos países pela redução significativa da tributação sobre a renda<sup>20</sup> e sobre a propriedade e também das taxas de crescimento do produto, bem como em vários deles, dentre os quais o Brasil, pelo forte aumento das taxas reais de juro, tendo os três movimentos impacto determinante sobre a evolução da dívida. Isso não significa, todavia, que o viés do déficit não exista.

Com efeito, embora não se manifeste necessariamente em todos os momentos e países, e quando o faz não assume sempre a mesma intensidade, os mecanismos que o originam estão geralmente presentes em qualquer sistema político em que exista alternância de poder. Ele pode resultar da miopia comum na disputa eleitoral, que leva os governantes a privilegiar os benefícios de curto prazo do gasto e a se preocupar menos com efeitos de longo prazo tais como o endividamento. Pode também ser o produto de um fenômeno similar ao chamado problema dos comuns: os agentes políticos que atuam na elaboração do orçamento tendem, para aumentar sua probabilidade de reeleição, a aprovar gastos que beneficiam grupos específicos dos quais esperam apoio, mas cujo custeio é dividido entre todos os cidadãos. Como todos os agentes têm razões para se comportar da mesma maneira, o resultado é o gasto excessivo (von Hagen e Harden, 1995). Ainda, o viés pode resultar da inconsistência intertemporal no cenário de disputa eleitoral onde os agentes não sabem se conti-

nuarão no poder (Alesina e Tabellini, 1990), o que os leva a internalizar em suas decisões o benefício dos déficits, mas não seus custos, que serão arcados por seus sucessores e, assim, tendem a crescer. Em qualquer caso, se não for contido por meio de instrumentos formais como são as regras fiscais, ou informais como os consensos sociais internalizados pelos agentes políticos, que restrinjam a discricionariedade do governo na tomada de decisões, existirá sempre o risco de que o viés conduza a déficits crescentes e ao rápido aumento da dívida pública, o que pode, eventualmente, levar a política fiscal a uma situação insustentável. Mas no que isso implica?

De início, **é preciso deixar claro que a sustentabilidade da política fiscal conduzida por governos nacionais de países que emitem a própria moeda na qual as obrigações dentro de sua jurisdição, particularmente os tributos, são liquidadas, e que adotam um regime de câmbio flutuante, não tem relação com sua capacidade de honrar os compromissos financeiros.** Esta está garantida pois, em última instância, o governo desse país sempre poderá emitir moeda para isso, como é apontado inclusive pela STN (2017).<sup>21</sup> Logo, a eventual insolvência na própria moeda somente ocorre se houver decisão política nesse sentido. Situações em que não se disponibilizam recursos para quitar obrigações na moeda nacional são, portanto, dramas autoimpostos pelos próprios países.

**Isso não significa que a emissão de moeda para honrar pagamentos do governo possa ocorrer em qualquer volume e em qualquer situação sem provocar efeitos indesejados. Em particular, em situações próximas ao pleno emprego,**<sup>22</sup>

---

20 Esta redução recebeu grande contribuição do desenvolvimento de novas formas de evasão e de elisão fiscal, com a participação ou não de paraísos fiscais, cuja atividade cresceu de forma notável.

21 É importante esclarecer que isso normalmente não se aplica a governos de entes subnacionais.

22 O grau de proximidade do pleno emprego em que a emissão monetária passa ser inflacionária é desconhecido



**a emissão contribui para sancionar pressões inflacionárias que resultam na perda do valor da moeda e impactam negativamente aqueles cujas remunerações são fixadas em contratos longos, em especial os trabalhadores. Ainda, se descontroladas, podem levar a um regime de alta inflação, que reduz o crescimento da economia e concentra a renda, e no qual a moeda perde sua função de reserva de valor e sua utilidade como instrumento de política. Para não se ver obrigado a recorrer ao financiamento monetário como única alternativa, inclusive quando ele é inflacionário, o governo deve possuir a capacidade de tomar empréstimos junto ao setor privado para custear seus déficits quando julgar que é o mais conveniente. Para isso, é necessário que os credores potenciais acreditem que o governo não apenas continuará honrando seus compromissos – ou seja, não permitirá que restrições autoimpostas o levem ao *default* –, como não os submeterá a uma perda de capital, seja ela oriunda da aceleração da inflação (que corrói o valor dos fluxos de pagamento pré-fixados) ou do forte aumento da tributação. É disto, fundamentalmente, que se trata a sustentabilidade.**

A *política fiscal sustentável* é, assim, aquela que, independentemente do seu conteúdo, permite a continuidade da crença dos credores na disposição do governo em servir sua dívida (que será, dessa forma, *sustentável*) sem provocar-lhes perdas. Sem essa crença, o superávit do setor privado deixa de fluir para financiar o déficit do setor público e, ao invés disso, passa a alimentar bolhas especulativas nos preços de ativos financeiros e reais, em particu-

lar imóveis, o que, além de ser uma fonte de instabilidade que possui efeitos reais, é fortemente regressivo do ponto de vista distributivo.<sup>23</sup> Numa economia aberta, o superávit privado também pode vir a ser convertido em moeda estrangeira que permanece no país ou, comumente, é remetida ao exterior, contribuindo para desvalorizar a moeda nacional e realimentar o processo inflacionário.

No caso extremo, a política fiscal insustentável faz com que o endividamento deixe de ser uma opção viável para custear o déficit público. Isso, no entanto, raramente ocorre. O que de modo geral se verifica na prática é que a dívida pública continua a ser emitida, mas as taxas de juro que incidem sobre ela crescem. Se isso evita que o governo seja obrigado a recorrer à emissão de moeda, inclusive quando ela é inflacionária e, portanto, indesejável, os custos mais elevados da dívida resultantes das altas taxas de juros aumentam o fluxo de renda extraída de toda a sociedade em favor dos seus detentores, gerando efeitos distributivos perversos e nocivos ao crescimento econômico. Por isso, embora a defesa da sustentabilidade fiscal tenha sido no mais das vezes evocada ao longo do tempo por governos e pelo setor financeiro e seus representantes nos meios de comunicação, principalmente como pretexto para a adoção de medidas de austeridade que reduzem a capacidade do Estado de prestar serviços públicos, distribuir renda e atuar na promoção do desenvolvimento, ela é necessária para que o Estado possua autonomia para perseguir esses fins sem incorrer em custos excessivamente elevados ou mesmo ser inviabilizado politicamente nesse intento por seus credores.

---

*ex-ante* e varia no tempo e entre países, o que dificulta a decisão de recorrer ao financiamento monetário do déficit.

23 A regressividade advém de que, nos momentos de alta, as bolhas beneficiam a parcela minoritária da população que possui ativos passíveis de negociação, em especial os financeiros, mais líquidos, cujo valor cresce; já nos momentos de baixa, dentre os possuidores de ativos, tende a afetar menos os mais ricos, com acesso a instrumentos mais eficientes de proteção, além de afetar a massa da população em razão dos seus impactos recessivos.

## 4. A Ilusão da Objetividade

A definição acima apresentada da *política fiscal sustentável* como a que permite a continuidade da crença na disposição do governo em servir sua dívida sem provocar perdas aos credores é compatível com a que é adotada pela maior parte da literatura que, seguindo a linha do influente artigo de Blanchard et al (1990), a define como a política capaz de perdurar indefinidamente sem levar o governo a um aumento excessivo da dívida. Com efeito, esta definição genérica que simplesmente reflete o senso comum na profissão de que a dívida não pode crescer infinitamente (em relação ao PIB) repousa na ideia de que seu crescimento excessivo eleva o comprometimento de recursos com seu serviço e pode, eventualmente, tornar mais atraente para o governo a adoção de soluções que gerem perdas aos credores; aquela crença estaria, situação em que abalada.

Não fica claro, entretanto, qual seria o "aumento excessivo" da dívida que levaria a essa situação e, com isso, a política fiscal que a gerou e a dívida pública a se mostrarem insustentáveis; ou seja, a definição proposta não é operacionalizável. O artigo contorna o problema substituindo a restrição ao aumento (avaliado subjetivamente como) excesso da dívida pela exigência (objetiva) de sua estabilização, e define "*a política fiscal sustentável [como aquela] em que a razão dívida/PIB eventualmente converge para o seu nível inicial*" (ou, como esclarece mais tarde, para qualquer outro nível). A partir da restrição orçamentária intertemporal do governo, deriva então a condição de sustentabilidade necessária para essa convergência: *o valor presente dos resultados primários futuros deve ser igual ao valor no qual pretende-se que a dívida venha a se estabilizar*. Com essa operação, o artigo, bem como a literatura teórica e os manuais práticos dos organismos multilaterais, transforma o que é uma percepção fundamentalmente subjetiva dos

credores a respeito da disposição do governo em servir à dívida sem lhes provocar perdas numa avaliação pretensamente objetiva da política fiscal. Bastaria verificar se aquela condição é atendida para concluir que a política e a dívida pública são ou não são sustentáveis. Nessa concepção, as regras fiscais, impondo restrições objetivas à ação dos governos, se mostrariam particularmente eficazes na busca da sustentabilidade, e seu cumprimento praticamente a garantiria. **A objetividade da avaliação de sustentabilidade, entretanto, não passa de uma ilusão.**

Em primeiro lugar, porque o valor presente dos resultados primários futuros que compõe a condição de sustentabilidade é calculado com base não em dados passados precisos e conhecidos, mas em projeções das trajetórias futuras da receita e dos gastos do governo, os quais dependem pesadamente das hipóteses adotadas, carregadas de subjetividade. Nesse sentido, como aponta trabalho do FMI (2002), as "*avaliações são inerentemente probabilísticas e nenhuma análise pode dispensar a necessidade de fazer julgamentos*". Tais julgamentos incidem na elaboração de projeções, que, assim, estão sujeitas a grandes margens de incerteza, tanto maiores quanto maior o prazo ao qual se referem, e mais importantes em economias em desenvolvimento. Ainda, são feitos em relação não somente a variáveis tipicamente objeto de análise econômica, a respeito das quais existe normalmente mais informação de natureza quantitativa, mas também a variáveis de outras áreas, notadamente as relacionadas à demografia e à política. Por exemplo, ao avaliar a sustentabilidade, é preciso julgar se a manutenção – ou se possíveis alterações propostas – da legislação e das práticas que condicionam a trajetória da arrecadação e do gasto serão social e politicamente aceitáveis. Por outro lado, as avaliações se apoiam em modelos sujeitos a importantes críticas. Em particular, refle-

tindo as preferências teóricas e ideológicas das instituições que tradicionalmente se dedicam a essa atividade, os modelos mais comumente usados não consideram a relação entre a política fiscal e a atividade econômica, assumindo a hipótese altamente questionável de que variáveis com grande impacto sobre o atendimento da condição de sustentabilidade tais como a taxa de juros e o crescimento do produto são exógenas (Krejdil, 2006).

Em segundo lugar, porque a condição de sustentabilidade simplesmente não fornece nenhum elemento para definir o nível adequado para o qual seria desejável que a dívida pública convirja, nem tampouco o prazo em que isso deveria ocorrer. Ou seja, a escolha do valor em torno do qual a política fiscal sustentável deveria buscar estabilizar a dívida, o valor alvo da variável mais frequentemente associada na literatura à sustentabilidade, bem como do prazo para alcançá-lo e, com isso, o esforço colocado, são fundamentalmente arbitrários,<sup>24</sup> o que fortalece os questionamentos às prescrições de política que nele se apoiam. Como resposta, numerosos estudos empíricos têm buscado identificar uma relação clara e estável entre o nível de endividamento e a atividade econômica. Em particular, buscam eles estabelecer níveis a partir dos quais efeitos negativos relevantes sobre o produto passariam a ser percebidos. Os resultados desses estudos, todavia, têm se mostrado no melhor dos casos inconclusivos.<sup>25</sup> Ou seja, apesar dos esforços, até o momento não foi identificado um nível “ideal” para a dívida pública que a política fiscal sustentável deva perseguir. Ao con-

trário, abundantes evidências sugerem que ela pode permanecer ou convergir para níveis muito diferentes, dependendo do momento e do país analisados, sem comprometer a crença na disposição do governo em servir à dívida.

**Portanto, longe da pretensa objetividade, as avaliações de sustentabilidade, realizadas com base em projeções elaboradas sob elevada incerteza, modelos questionáveis e apoiando-se em escolhas arbitrárias, são altamente subjetivas.** Com isso, frustrando as promessas dos seus defensores, o cumprimento de regras como a do teto de gastos não tem condições de garantir a sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública. Ele pode, no entanto, contribuir para (ou sabotar) a busca desse objetivo na medida em que impactar a subjetividade das avaliações dos agentes de modo a fortalecer (ou enfraquecer) sua crença na disposição do governo em servir sua dívida. Todavia, como veremos na próxima seção, isso depende não apenas de se, mas também de que forma as regras são cumpridas.

## 5. Flexibilidade e Rigidez das Regras e Sustentabilidade

Dependendo da forma em que se dá o cumprimento das regras, a crença na disposição do governo em servir sua dívida sem provocar perdas aos credores pode se ver abalada. Ou seja, mesmo cumprindo as regras fiscais, a política pode não se mostrar sustentável na definição aqui adotada. Isso pode ocorrer quando esse cumprimento somente se torna possível graças a alterações na forma de cálculo de suas

24 A arbitrariedade é evidente quando um mesmo nível de dívida é definido como limite para vários países, independentemente de suas situações macroeconômicas possivelmente distintas. Esse é o caso, por exemplo, do Pacto de Crescimento e Estabilidade da União Europeia, que estabelece o mesmo limite de 60% para a razão dívida/PIB a ser buscado por todos os seus Estados membros.

25 É especialmente notório nesse sentido o estudo de Reinhart e Rogoff (2010) que, apontando que países com níveis de dívida pública superiores a 90% do PIB apresentavam taxas de crescimento significativamente menores, alcançou ampla repercussão. Pouco após sua publicação, contudo, foram identificados importantes erros metodológicos que comprometiam seus principais resultados.

metas numéricas ou de outros atributos tais como prazo, escopo e exceções, introduzidas *in extremis* diante da previsão de que seriam violadas. Esse é notadamente o caso das sucessivas alterações sofridas pelo teto de gastos no Brasil desde 2019, que geraram os questionamentos citados na segunda seção sobre sua capacidade em atingir seus objetivos. Mas os questionamentos também podem surgir mesmo quando não há esse tipo de alteração oportunista nas regras, mas quando seu cumprimento somente se torna possível graças à eventual flexibilidade que as caracteriza. Tal flexibilidade, que aumenta a capacidade do arcabouço fiscal do país de se adaptar ao ciclo econômico e a mudanças repentinas, relevantes e imprevistas na conjuntura nacional e internacional que impedem o atendimento dos limites originais estabelecidos pelas regras sem gerar impactos sociais e econômicos politicamente inadmissíveis, tem sido um atributo cada vez mais desejado das regras. Tanto que aquelas adotadas desde a crise financeira global de 2008, conhecidas como de segunda geração (Eyraud et al, 2018), de fato são mais flexíveis que as anteriores, incluindo novas e mais detalhadas cláusulas de escape, aplicáveis a um número maior de situações, aumentando a liberdade de atuação dos estabilizadores automáticos, e admitindo maior tolerância ao ciclo econômico e a custos fiscais de curto prazo, especialmente com investimentos.

A flexibilização, no entanto, tem tornado as regras mais complexas (Schaechter et al, 2012), o que pode abrir em seu desenho brechas e margens interpretativas na aplicação, geralmente tanto maiores quanto maior a flexibilidade. Estas tendem a ser exploradas pelos governos, uma vez que é justamente sobre eles, já responsáveis por aplicar as regras e produzir as estatísticas fiscais, que recai também a obrigação de buscar seu cumprimento, sob pena de responsabilização política e, inclusive, pe-

nal, em caso de falhar nesse objetivo. A complexidade também facilita a opacidade na aplicação e dificulta a comunicação das regras, do que os governos podem se aproveitar para mascarar seu eventual não cumprimento e evitar a penalização. A possibilidade de explorar brechas e margens de interpretação e a opacidade na aplicação surgem, por exemplo, quando, numa regra de resultado, é permitida a inclusão de receitas não-recorrentes como aquelas oriundas de privatizações ou de outorgas em concessões ou do retorno antecipado de empréstimos, especialmente quando essas receitas não estavam previstas explicitamente antes do início do exercício. Também ocorrem quando, numa regra de resultado ou de limite de gasto, são excluídos da base de cálculo e do limite certos tipos de gastos, em particular os investimentos, cuja própria definição prática e extensão para efeitos de exclusão podem ser objeto de controvérsia. Ainda, ocorrem quando as regras contêm cláusulas de escape que permitem a alteração das metas sob certas condições ou que sua violação em situações de calamidade ou de recessão, cujo reconhecimento é em boa medida subjetivo, não acarrete as penalidades previstas. Finalmente, elas podem também surgir quando a regra estabelece metas não para o resultado nominal ou primário, mas estrutural, fortemente sensível à forma de cálculo.

**A possibilidade de que os governos venham a explorar a flexibilidade das regras eleva a incerteza em torno aos efeitos do seu cumprimento sobre a situação das finanças públicas e sobre a disposição do governo em honrar as dívidas, impactando negativamente a sustentabilidade fiscal. Contudo, regras rígidas podem se mostrar ainda menos eficazes para buscar esse objetivo. Com efeito, quando uma regra é incapaz de se adaptar a mudanças relevantes na conjuntura - mudanças que, longe de excepcionais, têm**

vido a norma e fatalmente virão –, e seu cumprimento passa a exigir posturas do governo que os próprios credores consideram serem politicamente inviáveis ou contraproducentes, o que levaria fatalmente a sua violação ou alteração, ela se torna inócua. Nessa situação, a política fiscal e a dívida pública não serão sustentáveis, a despeito dos possíveis custos elevados em termos de contração de atividade econômica que o país pode ter que pagar até a regra ser abandonada. **O desafio não está, portanto, na construção de regras cada vez mais rígidas, como o Brasil tentou fazer ao introduzir o teto de gastos, cuja singular rigidez levou a sucessivas violações e alterações na regra, que fizeram sua capacidade de contribuir para a sustentabilidade ser questionada. Esse desafio está em criar regras que possuam a flexibilidade necessária para se adaptar às mudanças na conjuntura, mas que não permitam que essa flexibilidade seja explorada pelos governos de modo tal que afete a percepção dos credores quanto à disposição dos governantes em honrar a dívida sem provocar-lhes perdas, o que comprometeria a sustentabilidade.**

## 6. Considerações Finais: precisamos mesmo de regras fiscais?

Longe de ser apenas um fetiche de conservadores, **a sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública é necessária para que o governo mantenha o controle sobre o valor da moeda e não se veja obrigado a recorrer à sua emissão, inclusive quando é inflacionária, nem a pagar para financiar seus gastos a taxas de juros excessivamente elevadas e que geram impactos distributivos perversos e nocivos ao crescimento econômico.** Ou

seja, para que tenha autonomia em relação aos credores e capacidade para executar as políticas públicas escolhidas.<sup>26</sup> O *viés de déficit* na ação dos governos, geralmente presente, embora com importância variável, em qualquer sistema com disputa eleitoral, constitui uma ameaça à sustentabilidade. Contra ele, se difundiu por anos a ideia de que o uso de mecanismos como as regras fiscais, que restringem a discricionariedade dos governos, para evitar os efeitos negativos do viés, seria conveniente.

**As regras, no entanto, podem vir acompanhadas de efeitos colaterais prejudiciais, largamente abordados na literatura, em especial o aprofundamento do ciclo econômico, a redução da qualidade das políticas públicas, o desvio das prioridades do governo, e a redução da transparência de suas contas. Além de carregarem esses efeitos, essas regras, como se mostrou aqui, sequer conseguem garantir a sustentabilidade fiscal, uma vez que a natureza de sua avaliação é fundamentalmente subjetiva e depende das condições em que elas são cumpridas. A objetividade da sustentabilidade, sugerida em muitas análises e que tornaria as regras especialmente convenientes, não passa de uma ilusão.**

Diante disso, nos últimos anos, particularmente desde a eclosão da pandemia de Covid-19, e após o que tem sido percebido em grande medida como fracasso das regras fiscais em especial na Europa, que assistiu a sucessivas alterações em suas metas numéricas, prazos e cláusulas de escape em um processo com resultados pouco convincentes e que até agora não se encerrou, mesmo analistas outrora confiantes no lugar das regras como mecanismo conveniente, quando não indispensável, para

26 Embora conveniente, e mesmo necessária, a sustentabilidade definitivamente não é condição suficiente para o desenvolvimento econômico e para a melhoria das condições de vida da população, que dependem de muitos outros fatores, entre os quais a eficácia das políticas públicas.

buscar a sustentabilidade fiscal, têm diminuído seu entusiasmo. Questionamentos até então impensados no âmbito do *mains-tream* da análise econômica passaram a ocorrer. Assim, por exemplo, avançando em direção radicalmente oposta à da trajetória dominante nas últimas décadas, analistas como Oliver Blanchard, coautor do artigo seminal sobre sustentabilidade fiscal citado neste trabalho, inclusive passaram, muito recentemente, a sugerir a possibilidade de abandonar o uso das regras. Estas seriam substituídas nessas propostas pela adoção de padrões (Blanchard et al, 2021), princípios ou prescrições qualitativos a serem seguidos pelos responsáveis pela gestão fiscal e com base nos quais essa gestão seria avaliada *ex-post*, ou pela discricionariedade fiscal semiautônoma (Orszag et al, 2021), na qual o governo não seguiria regras e manteria a discricionariedade, que, contudo, não alcançaria as áreas em que houvesse amplo consenso sobre a con-

dução da política, as quais funcionariam automaticamente de acordo a parâmetros pré-estabelecidos.

O desenho de um arcabouço institucional que de fato permita buscar a sustentabilidade fiscal e que seja favorável ao desenvolvimento econômico se defronta a variadas questões teóricas e práticas para as quais ainda estamos longe de ter respostas definitivas. As regras podem eventualmente fazer parte desse desenho, mas as dificuldades registradas na busca dos seus objetivos e os efeitos colaterais negativos que produzem, hoje largamente comprovados, sugerem que sejam usadas com parcimônia. Ou seja, exatamente o contrário do que ocorre hoje no Brasil, onde o número crescente de regras em vigor e a consequente complexidade do arcabouço normativo fiscal não têm impedido que a sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública sejam recorrentemente questionadas.

## Referências

Alesina, A.; Tabellini, G. (1990). "A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt". *The Review of Economic Studies*, Volume 57, Issue 3, July 1990, Pages 403–414.

Ardanaz, M.; Cavallo, E.; Izquierdo, A.; Puig, J. (2020). "Growth-friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design". IDB Working Paper Series nº IDB-WP- 1083.

Blanchard, O.; Chouraqi, J.C.; Hagemann, R.; Sartor, N. (1990) "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question". *OECD Economic Studies*, nº. 15, pp. 7–36.

Blanchard, O; Leandro, A.; Zettelmeyer, J. (2021) "Redesigning EU Fiscal Rules: from rules to standards". Peterson Institute for International Economics, Working Paper 21-1, February.

Caselli, F.G.; Reynaud, J. (2019). "Do Fiscal Rules Cause Better Fiscal Balances? A New Instrumental Variable Strategy". IMF Working Paper Nº. 19/49.

Chernavsky, E.; Dweck, E.; Teixeira, R.A. (2020) "Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica". *Economia e Sociedade*, vol.29, nº.3.

Chernavsky, E. (2022). "Multiplicidade de regras fiscais no Brasil disfuncões, rigidez e ameaça a sustentabilidade". In: Couto, L.F.; Rodrigues, J.M. *Governança Orçamentária no Brasil*. Ipea: Brasília (no prelo).

Corbacho, A.; G. Schwartz (2007). "Fiscal Responsibility Laws". In: Ter-Minassian, T. and M. S. Kumar (orgs.), *Promoting Fiscal Discipline*, pp. 58–77 (Washington, DC: International Monetary Fund).

Debrun, X.; Moulin, L.; Turrini, A.; Ayuso-i-Casals, J.; Kumar, M.S. (2008). "Tied to the Mast? National Fiscal Rules in the European Union". *Economic Policy*, April 2008, pp. 299–362.

Eyraud, L.; Debrun, X.; Hodge, A.; Lledó, V.; Pattillo, C. (2018). "Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability". IMF Staff Discussion Note, April.

Forum 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP); Plataforma Política Social (2016). "Austeridade e retrocesso - finanças públicas e política fiscal no Brasil".

von Hagen, J.; Harden, I.J. (1996). "Budget processes and commitment to fiscal discipline". *European Economic Review*, Volume 39, Issues 3–4, April 1995: 771-779.

Heinemann, F.; Moessinger, M. D.; Yeter, M. (2017). "Do Fiscal Rules Constrain Fiscal Policy? A Meta-Regression Analysis". *European Journal of Political Economy* (51): 69-92.

Instituição Fiscal Independente – IFI. (2018). "Regras fiscais no Brasil. Relatório de Acompanhamento Fiscal", janeiro.

\_\_\_\_\_ (2021). "Relatório de acompanhamento fiscal", dezembro nº 59.

\_\_\_\_\_ (2022). "Relatório de acompanhamento fiscal", janeiro, nº 60.

International Monetary Fund - FMI. (2002). "Assessing Sustainability". May 28.

\_\_\_\_\_ (2009). "Fiscal Rules - Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances." IMF Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Kopits, H.; Symansky.S. (1998). "Fiscal Policy Rules". IMF Occasional Paper 162, International Monetary Fund, Washington, DC.

Krejdl, A. (2006). "Fiscal Sustainability - Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability". Czech National Bank, Working Paper Series 3.

Lledó, V.; Yoon, S.; Fang, X.; Mbaye, S.; Kim, Y. (2017). "Fiscal Rules at a Glance". IMF Fiscal Rules Database Background Note, International Monetary Fund, Washington, DC.

Orszag, P.R.; Rubi, R.E.; Stiglitz, J.E. (2021). "Fiscal Resiliency in a Deeply Uncertain World: The Role of Semiautonomous Discretion". Peterson Institute for International Economics, Working Paper 21-2, January.

Reinhart, C.M.; Rogoff, K.S. (2010). "Growth in a Time of Debt". *American Economic Review*, 100 (2): 573-78.

Schaechter, A.; Kinda, T.; Budina, N.; Weber, A. (2012). "Fiscal Rules in Response to the Crisis - Toward the "Next-Generation" Rules. A New Dataset". IMF Working Paper 12/187, International Monetary Fund, Washington, DC.

Secretaria do Tesouro Nacional – STN (2017). "Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública". I Seminário Internacional da Dívida Pública.

Borges, B. (2020). "Manifesto por um debate construtivo sobre o teto e as regras fiscais brasileiras". Blog do IBRE.

# 19

## Austeridade Fiscal e Captura do Orçamento Público no Brasil

*Bruno Moretti*<sup>1</sup>

*Francisco R. Funcia*<sup>2</sup>

*Carlos O. Ocké-Reis*<sup>3</sup>

### Resumo

Este artigo procura mostrar os impactos da austeridade fiscal sobre as despesas primárias federais, especialmente os gastos de saúde. Ademais, argumenta que a rigidez fiscal é contornada para atender a interesses de curto prazo de grupos com acesso direto e indireto aos fundos pú-

blicos. A conclusão aponta que o mix de austeridade, flexibilização fiscal seletiva e clientelismo vem capturando o caráter público do orçamento, dissociando-o dos desafios para o desenvolvimento do país, especialmente no contexto da pandemia.

---

1 Economista pela UFF, Mestre em Economia pela UFRJ e Doutor em Sociologia pela UnB. Estágio pós-doutoral em Sociologia pela UnB.

2 Economista e Mestre em Economia Política pela PUC-SP, Professor e Doutorando da USCS, Vice-Presidente da ABrES e Secretário de Finanças de Diadema desde jan/2021.

3 Economista, Mestre e Doutor em Saúde Coletiva pela UERJ. Pesquisador do Ipea.



## 1. Introdução

Este artigo analisa o arcabouço fiscal brasileiro e suas implicações para os gastos públicos primários, especialmente os de saúde. Procura-se mostrar que o teto de gasto implica uma redução estrutural da despesa primária em relação ao tamanho da economia. Ademais, a combinação de regras fiscais conduz a um regime pró-cíclico, de modo que, quando ocorre a desaceleração da atividade econômica e a frustração de receitas, há cortes de gastos correntes e investimentos, aprofundando a crise.

Por outro lado, defende-se que a análise das implicações da austeridade sobre os gastos públicos deve ser complementada pela compreensão dos mecanismos de flexibilização do arcabouço fiscal brasileiro, observados desde o início da vigência da Emenda Constitucional nº 95, de 2016 – EC 95.

**O artigo procura apreender a sistemática atual de elaboração e execução do orçamento a partir dos seguintes elementos: a) redução estrutural do Estado e dos serviços públicos como resultado do teto de gastos, atendendo às expectativas do mercado; b) flexibilização seletiva das regras para processar demandas da sociedade (particularmente no contexto da pandemia), mas também interesses de curto prazo de grupos que controlam direta ou indiretamente o acesso aos fundos públicos; c) fisiologismo na alocação de parcela dos recursos por meio de critérios discricionários que comprometem a equidade, a impessoalidade e a transparência do orçamento, especialmente nas emendas de relator.<sup>4</sup>**

A próxima seção apresenta o arcabouço fiscal brasileiro e seus impactos sobre os

gastos primários, sendo sucedida da apresentação e mensuração dos prejuízos das políticas de austeridade sobre o Sistema Único de Saúde (SUS), mesmo no contexto da pandemia. A seguir, aponta-se para o conjunto de dispositivos que vêm permitindo a flexibilização discricionária da política fiscal desde o início da vigência da EC 95, de modo a atender, especialmente, a interesses de natureza corporativa, eleitoral e clientelista. A conclusão aponta para a constituição de um padrão fiscal, sob uma correlação de forças com hegemonia conservadora, em que o próprio orçamento público passaria por uma espécie de captura, uma vez submetido à lógica de desconstrução estatal em curso, esvaziando-se sua dimensão coletiva de enfrentamento aos crescentes desafios sociais, econômicos e ambientais do país.

## 2. O Arcabouço Fiscal Brasileiro

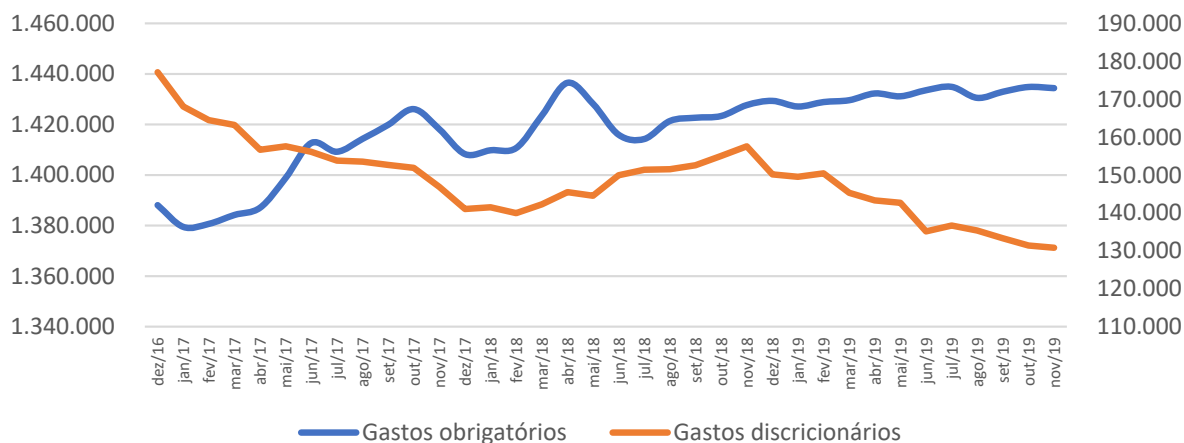
Em 2016, o Brasil inovou em sua legislação fiscal, aprovando a Emenda Constitucional nº 95, de 2016 (a partir daqui EC 95). O Novo Regime Fiscal previu, por até vinte anos, correção das despesas apenas pela inflação de doze meses acumulada até junho do exercício anterior ao que se refere a lei orçamentária. Ademais, restringiu a política fiscal ao controle das despesas primárias, tornando secundária a implementação de medidas para ampliação da receita pública, pois a regra do teto impede que o crescimento da receita possa financiar despesas primárias adicionais até 2036. Enfim, desconsiderou a importância da política fiscal sobre a dinâmica cíclica da economia.

Não obstante, algumas despesas obrigatórias seguem crescendo em termos reais, inclusive de forma vegetativa, como no caso da previdência. Portanto, na prática, a EC 95 determina a redução real de

4 A abordagem foi originalmente exposta em Moretti, Funcia e Ocké-Reis (2021).

despesas, tendo em vista o crescimento do orçamento discricionário é substantiva de outros gastos. Vale dizer, a diminuição após a vigência da EC 95.

**Gráfico 1 - Variação real das despesas obrigatórias e discricionárias (acumulado de 12 meses - R\$ bilhões, a preços de agosto de 2021)**



Fonte: STN. Elaboração dos autores.

O impacto da EC 95 sobre os gastos discricionários afeta fortemente investimentos públicos e o custeio da máquina, correndo-se risco de geração de um *shutdown*. No caso dos investimentos, vale sublinhar que a rigidez da EC 95 está em contraposição, inclusive, em relação às recomendações do Fundo Monetário Internacional, que estimou forte efeito multiplicador dos investimentos, sobretudo no contexto de retomada econômica pós-Covid. O FMI vem assinalando a importância de regras fiscais que preservem investimentos públicos, capazes de estabilizar as economias.<sup>5</sup>

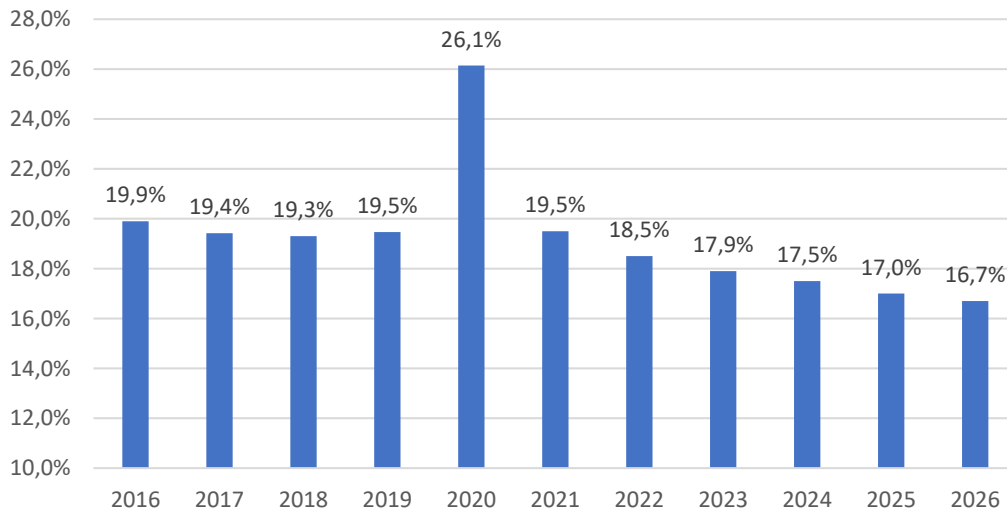
Em função dos limites para redução adicional de gastos discricionários, a EC 95 funciona como um indutor de “reformas” que, em última instância, reduziriam despesas obrigatórias. Ou seja, a EC 95 pressiona por uma espécie de ajuste fiscal permanente, de modo que o debate público tende a se circunscrever à pauta da redução dos gastos sociais e investimentos públicos. É neste contexto que foi aprovada a reforma

da previdência e foram propostas, dentre outras, a PEC emergencial (PEC 186/2019, depois convertida em EC 109/2021), a PEC dos fundos públicos (PEC 187/2019), a PEC do Pacto Federativo (PEC 188/2019) e a PEC da reforma administrativa (PEC 32/2020).

Em síntese, o teto de gastos é um mecanismo que pressiona pela redução estrutural do Estado e dos serviços públicos, tanto por meio dos gastos discricionários como dos obrigatórios. O gráfico 2 estima a redução dos gastos primários em mais de três pontos percentuais do PIB entre 2016 e 2026. Como os gastos do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) deverão ficar estáveis como proporção do PIB, todo o ajuste deverá recair sobre outras despesas primárias. O dado evidencia o ajuste fiscal estrutural contido na regra do teto.

5 Disponível em: <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2020/10/05/blog-public-investment-for-the-recovery>.

## Gráfico 2 – Gastos primários da União (% do PIB)



Fonte: Entre 2016 e 2020, STN (valores pagos). Entre 2021 e 2026, projeções IFI.

Vale notar, a EC 95 implica um regime fiscal acíclico, uma vez que o teto sobre as despesas independe da arrecadação. Em outros países, ainda que haja regras de teto para despesas (que, em geral, não preveem congelamento pela inflação passada), cláusulas de escape permitem expansão do gasto quando ocorre aumento da arrecadação. Na União Europeia, a regra de gasto é limitada pelo crescimento do PIB potencial, mas pode ser ultrapassada quando há receitas adicionais (Eyraud et al., 2018, p. 9).

**O quadro fiscal brasileiro se torna ainda mais restritivo pela combinação de regras fiscais pró-cíclicas com o teto de gasto. A obtenção da meta de resultado primário – dada pela diferença entre receitas e despesas, excetuando as financeiras, como as relacionadas à dívida pública – tende a exigir contingenciamento de recursos quando há frustração de receitas. Historicamente, esse bloqueio de valores orçamentários afeta fortemente investimentos públicos, agravando a desaceleração da atividade econômica e piorando a qualidade do orçamento público.**

Quando há contingenciamento, os recur-

sos do orçamento, programados de forma a obedecer ao limite da EC 95, tendem a ficar abaixo do teto. É o que ocorreria, por exemplo, em 2020, o que inviabilizaria o enfrentamento à pandemia, rebaixando ainda mais as despesas, especialmente as de saúde. No entanto, em março, o Congresso Nacional reconheceu o estado de calamidade, afastando a necessidade de cumprimento da meta de resultado primário, conforme previsto na Lei de Responsabilidade Fiscal. Posteriormente, o parlamento promulgou a Emenda Constitucional nº 106, de 2020 – EC 106, que suspendeu regras fiscais e viabilizou a edição de créditos extraordinários não computados no teto de gastos.

Diversos países utilizam regras fiscais modernas, como resultados fiscais ajustáveis ao ciclo econômico, em que são descontados os efeitos cíclicos sobre as receitas, evitando, em particular, um corte de despesas que aprofunde a crise. Metas de resultados fiscais ajustáveis ao ciclo tendem a reduzir a pró-ciclicidade das regras fiscais, com o objetivo de estabilizar a economia.

*Following the rule should not increase (and might even decrease) economic volatility. Economic stabilization requi-*

*res that the rule lets automatic stabilizers operate and/or allows discretionary countercyclical changes in taxes or expenditures (Eyraud et. al., 2018).*

Contudo, no caso brasileiro, a meta de resultado primário anual não considera qualquer ajuste ao ciclo, tampouco desconta eventos não recorrentes, seja pelo lado da receita ou da despesa. Em outros termos, a meta não varia ao longo do ciclo econômico, pressionando e penalizando, durante a desaceleração, gastos com forte efeito multiplicador (Gobetti, 2014).

Conforme já exposto, a rigidez fiscal é agravada diante da sobreposição das regras do teto e da meta de resultado primário. Em síntese, o arcabouço fiscal brasileiro é pró-cíclico para baixo, levando a despesas aquém do teto quando há necessidade de contingenciamento. Contudo, caso se observe arrecadação adicional em relação aos valores previstos, o teto de gasto impede o crescimento das despesas primárias, resultando em um regime acíclico “para cima”, já que não há cláusula de escape da regra.

**Por exemplo, o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas do governo federal, referente ao quarto bimestre de 2021, indica R\$ 192 bilhões de folga em relação à meta de resultado primário.<sup>6</sup> Todavia, não há como ampliar as despesas em função do teto. Ou seja, sempre valerá a regra mais restritiva, canalizando o aumento da receita para o resultado primário em caso de arrecadação acima do previsto, e ajuste da despesa, fixando-a abaixo do teto quando há frustração de receitas.**

Vale mencionar que a sobreposição de regras envolve a regra de ouro, que limita o endividamento ao montante das despesas de capital, e a Emenda Constitucional

nº 109, de 2021 – EC 109. Esta última criou gatilhos de contenção das despesas para estados e municípios quando a relação entre receita corrente e despesa corrente do ente superar 95%. A regra reforça o caráter pró-cíclico do regime fiscal, subtraindo capacidade de ação do Estado em momentos de crise, quando as receitas tendem a cair. Para a União, o gatilho é ativado quando mais de 95% das despesas sujeitas ao teto forem obrigatórias. Embora não haja perspectiva de alcance do indicador no curto prazo, cabe perceber que a medida cria uma espécie de *subteto do teto de gastos*. Uma vez ativado o gatilho, ficariam proibidos, por exemplo, a valorização real do salário mínimo e o reajuste do Bolsa Família acima da inflação, que poderiam amortecer o impacto de crises sobre a renda das famílias.

Enfim, procurou-se mostrar que o regime fiscal brasileiro induz de forma permanente a redução do gasto primário da União em relação ao tamanho da economia. O teto de gasto funciona como uma espécie de catalisador da redução de despesas discricionárias (correntes e de investimento) e de reformas que afetam direitos e gastos obrigatórios. Ademais, diante da sobreposição das regras, a contração fiscal pode ser ainda mais aguda em momentos de frustração de receitas, impactando gastos com elevado efeito multiplicador e aqueles voltados a fortalecer a rede de proteção social em meio a crises.

A próxima seção trata dos impactos do Novo Regime Fiscal sobre o Sistema Único de Saúde.

### **3. Os Impactos da EC 95 sobre o SUS**

Durante a tramitação da Proposta de Emenda à Constituição que criou o Novo Regime Fiscal, seus defensores advogaram que não haveria restrições fiscais para os

---

6 Disponível em: [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:41544](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:41544).

gastos de saúde. Os argumentos variavam, mas vale destacar dois, que apareciam de modo mais frequente. O primeiro é que o teto de gastos se aplica ao conjunto de despesas, e não a uma despesa em particular. O segundo, articulado ao anterior, é que o limite global de despesa forçaria o parlamento a aprovar um orçamento com maior eficiência alocativa. Sob essa chave, o teto de gastos substituiria o *modus operandi* anterior, marcado pela ampliação artificial da estimativa de receita, de modo que o orçamento pudesse absorver novos gastos.

Evidentemente, o argumento da eficiência alocativa é de natureza tecnocrática, não observando o caráter político do orçamento e o acesso privilegiado de grupos de pressão aos fundos públicos. Inclusive, as pressões de tais grupos sobre o orçamento e as demandas por gastos adicionais levaram à utilização de expedientes (que serão tratados a seguir) que contornaram, de modo mais ou menos formal, as restrições da regra do teto.

Por enquanto, importa assinalar os impactos da EC 95 sobre o SUS. Para tanto, serão utilizados os dados do orçamento de 2018, 2019 e 2022. Em 2020, a decretação de calamidade suspendeu regras fiscais e viabilizou a edição de créditos extraordinários, não computados no teto de gasto. Em 2021, ainda que não tenha sido decretada a calamidade, também foram autorizados gastos extraordinários, num contexto em que o projeto de orçamento encaminhado

ao Congresso Nacional, elaborado sob o arcabouço fiscal rígido, não continha previsão de gastos para enfrentamento à pandemia, mesmo diante do aumento dos casos de Covid-19.

A melhor forma de entender o impacto da EC 95 sobre o SUS é por meio da comparação entre o piso de aplicação de ações e serviços públicos de saúde que vigorava previamente ao Novo Regime Fiscal e os valores previstos/aplicados no orçamento. A Emenda Constitucional nº 86 – EC 86/2015 determinava que o piso de aplicação de saúde fosse equivalente a 15% da Receita Corrente Líquida – RCL de cada exercício.<sup>7</sup>

Com a EC 95, os valores mínimos obrigatórios federais de execução na saúde passaram a ser congelados a partir dos 15% da RCL do ano de 2017, atualizados pela inflação de doze meses. Na prática, a partir do Novo Regime Fiscal, o crescimento real da arrecadação não é necessariamente repassado ao SUS, tendo em vista o congelamento do piso nos níveis de 2017.

A tabela 1 mostra que a EC 95 retirou R\$ 42,5 bilhões do SUS em 2018, 2019 e 2022. Conforme já exposto, para os anos de 2020 e 2021, foram autorizados gastos extraordinários não contabilizados no teto de gastos, razão pela qual retiramos os referidos exercícios da análise do impacto da EC 95 sobre o SUS.

7 Ver <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=5056708>.

**Tabela 1 – Perdas da EC 95 para o SUS (R\$)**

Ano	Orçamento - A	RCL - B	15% da RCL - C	C - A
2018	116.820.887.299	805.348.403.467	120.802.260.520	3.981.373.221
2019	122.269.917.718	905.658.589.594	135.848.788.439	13.578.870.721
2022	134.479.618.997	1.062.560.000.000	159.384.000.000	24.904.381.003
<b>TOTAL</b>	373.570.424.014	2.773.566.993.061	416.035.048.959	42.464.624.945

Fonte: STN, Siop e PLOA. Para 2018 e 2019, valores observados. Para 2022, PLOA. Elaboração dos autores.

Outra maneira de visualizar o impacto da EC 95 sobre o SUS é por meio da análise dos valores aplicados em saúde em relação à RCL. O gráfico 3 mostra que em 2017 foi executado no SUS o correspondente a 15,77% da RCL. Os valores subiram, sobretudo, em 2020,<sup>8</sup> produto da combinação entre aumento da despesa (não computadas no teto de gasto) e queda da RCL, em razão dos efeitos econômicos da pandemia. Em resumo, desde 2018, despesas acima do piso anteriormente vigente (15% da RCL de cada exercício) somente ocorreram em momentos de flexibilização das regras

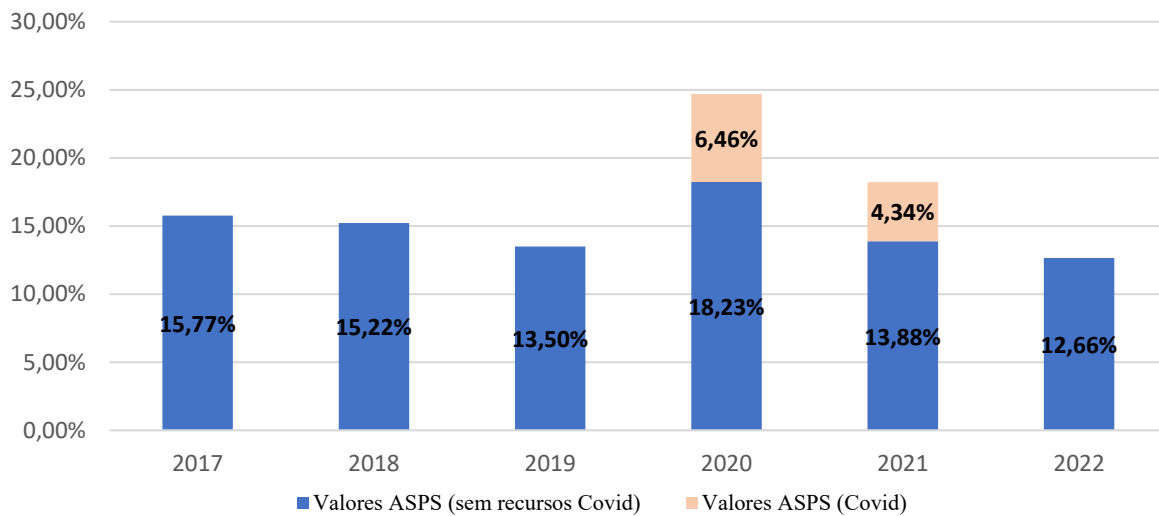
em função da pandemia. Mesmo em 2021, as despesas ordinárias do SUS (exceto os créditos extraordinários) estão abaixo dos 15% da RCL.

Nos exercícios em que vigorou plenamente a EC 95, os valores executados em saúde foram sendo progressivamente reduzidos, prevendo-se alcançar 12,66% da RCL em 2022. Entre 2017 e 2022, estima-se uma diminuição superior a três pontos percentuais no orçamento de saúde como proporção da RCL, viabilizada pelo congelamento do piso de aplicação do setor.

---

8 O Conselho Nacional de Saúde (CNS) analisou e reprovou o Relatório Anual de Gestão 2020 do Ministério da Saúde, dentre outros motivos, porque identificou que o valor aplicado ficou abaixo do piso, se forem retiradas as despesas para o enfrentamento da Covid-19; além disso, houve lentidão na execução de tais despesas em plena pandemia, inclusive nas transferências financeiras fundo a fundo para entes subnacionais em 2020 (conforme Resolução nº 663, de 30/09/2021, disponível em <http://conselho.saude.gov.br/resolucoes-cns/2084-resolucao-n-663-de-30-de-setembro-de-2021>).

### Gráfico 3 - Orçamento federal de ações e serviços públicos de saúde. (% da RCL)



Fonte: Fonte: STN, Siop e PLOA. Consulta em 10 dez. 2021. Entre 2017 e 2020, valores observados. Para 2021, LOA. Para 2022, PLOA. Entre 2017 e 2020, RCL observada. Para 2021, RCL de doze meses acumulada até setembro de 2021. Para 2022, PLOA. Elaboração dos autores.

A rigor, conforme apontam os dados apresentados, **o Novo Regime Fiscal não se esgota no congelamento dos valores mínimos obrigatórios de saúde, antes induzindo um orçamento declinante em relação à RCL. Aponta-se, desta forma, para o equívoco dos defensores do teto de gasto, segundo os quais a EC 95 não afetaria a saúde. No entanto, é preciso ir além da refutação do argumento oficial sobre a EC 95, salientando que a fixação do piso de saúde nos patamares de 2017 constitui um dos instrumentos centrais para ajuste dos gastos ao teto.**

Para concluir esta seção, convém comentar de forma breve alguns dados sobre a

proposta orçamentária de 2022, especialmente em relação ao enfrentamento à pandemia da Covid-19. Diante do já apontado efeito restritivo da EC 95 sobre as despesas, o projeto de orçamento para a saúde foi encaminhado ao Congresso Nacional próximo ao piso congelado da EC 95, no valor de R\$ 134,5 bilhões.<sup>9</sup>

Especialmente, há R\$ 7,1 bilhões para o enfrentamento à pandemia programados no projeto de orçamento para 2022, conforme mostrado na Tabela 2. Há uma redução de cerca de R\$ 40 bilhões em relação aos valores autorizados para esse fim em 2021, considerando os créditos extraordinários editados neste último ano.

9 O piso congelado da EC 95 para 2022 é de R\$ 134,1 bilhões.

**Tabela 2 – Proposta orçamentária de 2022 do Ministério da Saúde – Enfrentamento à pandemia (R\$)**

Ação	PLOA (R\$)
Promoção da Assistência Farmacêutica e Insumos Estratégicos na Atenção Básica em Saúde	200.000.000
<b>Aquisição e Distribuição de Imunobiológicos e Insumos para Prevenção e Controle de Doenças</b>	<b>3.943.000.000</b>
Promoção, Proteção e Recuperação da Saúde Indígena	30.000.000
Piso de Atenção Primária à Saúde	700.000.000
Pesquisa, Desenvolvimento Tecnológico e Inovação em Saúde	38.000.000
Formação e Provisão de Profissionais para a Atenção Primária à Saúde	200.000.000
Publicidade de Utilidade Pública	15.000.000
Assistência Médica Qualificada e Gratuita a Todos os Níveis da População e Desenvolvimento de Atividades Educacionais e de Pesquisa no Campo da Saúde – Rede SARA de Hospitais de Reabilitação	105.000.000
Atenção à Saúde nos Serviços Ambulatoriais e Hospitalares do Ministério da Saúde	35.000.000
Atenção de Referência e Pesquisa Clínica em Patologias de Alta Complexidade da Mulher, da Criança e do Adolescente e em Doenças Infecciosas	40.000.000
Atenção à Saúde da População para Procedimentos em Média e Alta Complexidade	1.837.000.000
<b>TOTAL</b>	<b>7.143.000.000</b>

Fonte: Siop. Consulta em 10 dez. 2021. Elaboração dos autores.

Importante chamar atenção que o orçamento de 2022 para vacinação contra a Covid é de R\$ 3,9 bilhões, insuficiente para revacinar toda a população em 2022: segundo o Ministério da Saúde, o plano

de vacinação requer recursos de R\$ 11 bilhões, valor quase três vezes superior ao disponível no PLOA 2022. Após 600 mil óbitos em função da Covid-19, são pífias as indicações de mudança no arcabouço fiscal, manifestando-se, mais uma vez, a incompatibilidade entre a austeridade e a garantia do direito à saúde no contexto de enfrentamento à pandemia, já que sequer há recursos suficientes previstos para a vacinação em 2022.

É oportuno destacar, por fim, que essa programação orçamentária para 2022 foi apresentada com base no Plano Nacional de Saúde 2020-2023, que foi reprovado pelo Conselho Nacional de Saúde,<sup>10</sup> dentre outros motivos, porque na revisão apresentada no início de 2021 não constava nenhum objetivo e/ou meta específica para as ações de enfrentamento da Covid-19 nos anos de 2021, 2022 e 2023.

#### **4. As regras fiscais “contam tudo” sobre o orçamento? Austeridade, flexibilização fiscal seletiva e clientelismo**

As restrições crescentes, decorrentes da sobreposição de regras fiscais no Brasil, não esgotam todos os elementos necessários à correta compreensão das decisões acerca do volume de gastos do orçamento nos últimos anos. O motivo é a utilização frequente, desde o início da vigência do Novo Regime Fiscal, de expedientes de flexibilização fiscal, ainda que efetuados sob o discurso de defesa do teto como âncora necessária para produzir credibilidade junto aos agentes econômicos.

O primeiro ano do Novo Regime Fiscal foi 2017, tendo como limite o valor gasto em 2016, atualizado pelo índice de 7,2%. **Após o golpe parlamentar de 2016, a gestão Temer ampliou significativamente a pre-**

10 Conforme consta na Recomendação nº 026, de 09 de setembro de 2021 do CNS, disponível em <http://conselho.saude.gov.br/recomendacoes-cns/2016-recomendacao-n-026-de-09-de-setembro-de-2021>



visão de déficit primário, que passou de R\$ 96,6 bilhões para R\$ 170,5 bilhões. Desta forma, a base de partida do teto de gasto era elevada, compatibilizando o discurso da austeridade com as demandas da base parlamentar do governo, que sustentou o impeachment, bem como remetendo a restrição do teto de gasto para os governos seguintes. Segundo dados do Tesouro Nacional, o gasto primário em 2016 alcançou 19,9% do PIB (impactado também pela retração do PIB), tendo chegado a 19,3% do PIB em 2018.

Em 2019, já sob a gestão Bolsonaro, a arrecadação evoluiu positivamente, especialmente em função da receita não recorrente, relativa ao bônus de assinatura do leilão dos excedentes da cessão onerosa,<sup>11</sup> no valor de quase R\$ 70 bilhões. Para transferir parcela desses valores a estados e municípios e viabilizar o ressarcimento da Petrobras pela União no contrato da cessão onerosa, foi promulgada a Emenda Constitucional nº 102, de 2019 - EC 102, que excepcionalizou as referidas despesas do teto de gasto, totalizando R\$ 46 bilhões.

Ainda em 2019, o governo federal capitalizou empresas estatais não dependentes do Tesouro Nacional em cerca de R\$ 10 bilhões. Tais valores também não são computados no teto de gasto e viabilizaram, especialmente, investimentos de empresa vinculada ao Ministério da Defesa na construção de embarcações.

**Entre 2018 e 2019, as despesas primárias (incluindo as não sujeitas ao teto) passaram de 19,3% para 19,5% do PIB, segundo os dados do Tesouro Nacional.<sup>12</sup>**

**A ampliação do gasto se deveu aos mecanismos utilizados para realização de despesas fora do teto (alteração constitucional e capitalização de estatais não dependentes).**

**Em 2020, caso mantivesse a meta de resultado primário, o governo seria obrigado a efetuar o contingenciamento, reduzindo o volume de despesas em relação ao programado no teto de gastos. O arcabouço fiscal rígido era incompatível com o enfrentamento à pandemia. Conforme já exposto, as regras fiscais foram suspensas e, com a decretação de calamidade e promulgação da EC 106, o governo editou créditos extraordinários não contabilizados no teto. Em 2020, a despesa extraordinária foi de R\$ 524 bilhões e o déficit primário alcançou 10% do PIB, segundo dados do Tesouro.<sup>13</sup>**

Ainda que não seja o foco deste trabalho, é interessante notar que o aumento da dívida pública resultante da expansão dos gastos extraordinários não produziu um choque de juros, conforme esperado dentro do arcabouço teórico convencional. O custo médio acumulado de doze meses da dívida pública federal interna sofreu redução em dezembro de 2020 em relação ao mesmo mês de 2019 (Moretti, 2021). Ademais, a retração do PIB de 4% seria maior, não fosse o impacto positivo do auxílio emergencial sobre o consumo das famílias (Sanchez, Cardomingo e Carvalho, 2021).

Ainda assim, em 2021, o governo optou por não renovar o Decreto de calamidade e retomou o arcabouço fiscal, resultando em um projeto de lei de orçamento sem

11 Nos leilões do pré-sal, realizados sob o marco normativo do regime de partilha, a empresa petrolífera vencedora é a que oferece maior percentual de excedente em óleo (*profit oil*) à União. Ademais, há pagamento de royalties (sendo a alíquota de 15% do valor da produção) e bônus de assinatura, com valor fixado em edital, a ser pago no ato da assinatura do contrato.

12 <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn>.

13 <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn>.

previsão de recursos para o combate à Covid-19, num contexto em que a pandemia recrudescia. O resultado foi a paralisação de programas econômicos e sociais relacionados aos impactos da pandemia, como o Auxílio Emergencial, o Pronampe (apoio a micro e pequenas empresas) e o Programa Emergencial de Sustentação do Emprego e da Renda - BEM, que garantiu o pagamento de parcela dos salários dos empregados formais.

**Os programas só foram retomados mediante novas alterações que incidiram sobre as regras fiscais. No caso do auxílio emergencial, a aprovação da EC 109 permitiu o pagamento do benefício fora do teto de gasto, da meta de resultado primário e da regra de ouro, no limite de R\$ 44 bilhões, correspondendo a 15% do valor pago em 2020.**

**A retomada do Pronampe e do BEM foi viabilizada por alteração à lei de diretrizes orçamentárias, prevendo-se que despesas extraordinárias para o combate à pandemia relacionadas aos dois programas, bem como ao SUS, não seriam contabilizadas na meta de resultado primário.**

Duas observações são relevantes em relação ao ponto. Primeiro, o caso evidencia o problema da sobreposição e disfuncionalidade das regras. Créditos extraordinários não são computados no teto de gastos, mas afetam a meta de resultado primário. Mesmo no contexto de ampliação dos casos de Covid e intensificação de seus efeitos econômicos, para realizar gastos simultaneamente nas três áreas (Pronampe, BEM e SUS), foi necessário prever que eles não seriam contabilizados na meta de resultado primário. Segundo, a edição de créditos

extraordinários não contabilizados no teto de gasto foi a saída encontrada para viabilizar o enfrentamento à pandemia, ainda que com consequências danosas à população, tendo em vista o atraso na autorização e execução dos recursos. No entanto, *é questionável a legalidade de tais créditos*, que têm entre seus requisitos constitucionais a imprevisibilidade.

O governo poderia, até os primeiros meses de 2020, quando já era evidente o crescimento dos casos de Covid, ter encaminhado modificação ao orçamento, prevendo recursos para o combate à pandemia.<sup>14</sup> No entanto, não havia espaço fiscal para a inclusão de tais despesas, demonstrando-se a incompatibilidade entre austeridade fiscal e a garantia do direito à saúde no contexto da pandemia.

O atraso das despesas teve inúmeras consequências para a saúde. Por exemplo, com o fim do orçamento extraordinário em 2020, verificou-se redução dos leitos de UTI-Covid habilitados pelo Ministério da Saúde, que passaram de 12 mil para 3,2 mil entre dezembro de 2020 e fevereiro de 2021.<sup>15</sup> No caso da vacinação contra a Covid, foram reabertos em 2021 créditos editados em 2020, com um saldo não utilizado de R\$ 21,6 bilhões. Recursos novos, no exercício de 2021, foram obtidos a partir da referida mudança na lei de diretrizes orçamentárias, mediante edição de Medida Provisória de R\$ 5,5 bilhões adicionais para aquisição de vacinas, o que só ocorreu em 10 de maio de 2021.

Mas é preciso retomar o processo de aprovação do orçamento pelo Congresso Nacional para compreender de forma mais adequada como as restrições fiscais se aplicam ao SUS. O projeto orçamentário de

---

14 No caso de ações e serviços públicos de saúde, a lei de diretrizes orçamentárias prevê que os recursos programados no projeto de lei de orçamento podem ser integralmente executados, mesmo sem aprovação da lei pelo Congresso.

15 Disponível em: <https://www.conass.org.br/nota-a-imprensa-habilitacao-de-leitos-de-uti-para-covid-19/>.

2021 foi encaminhado no piso congelado da EC 95, de R\$ 123,8 bilhões, sem um centavo programado para as ações de enfrentamento da pandemia. A dotação aprovada na lei do orçamento foi de R\$ 131,2 bilhões. Isto é, em termos líquidos, o Congresso acresceu R\$ 7,4 bilhões às ações e serviços públicos de saúde.

Ocorre que tais acréscimos foram efetuados predominantemente nas emendas de relator, sobretudo em rubricas voltadas ao incremento temporário de custeio de atenção básica e de média e alta complexidade. **As emendas de relator não possuem qualquer critério de equidade em sua alocação e não levam em conta critérios objetivos para repasse dos valores. Sequer há transparência em relação a quem demanda os recursos, cabendo a decisão de execução ao governo, à sua base parlamentar e ao próprio relator. Dada a discricionariedade dos critérios de execução, é possível que a liberação de emendas de relator afete, inclusive, as votações no Congresso Nacional.**<sup>16</sup>

Ao todo, foram previstos inicialmente no orçamento R\$ 18,5 bilhões para as emendas de relator. Para encontrar espaço fiscal no teto, o relator do orçamento cortou e subdimensionou despesas obrigatórias, particularmente, benefícios previdenciários. Para recompor tais despesas e manter o teto de gasto, houve uma espécie de acordo entre os Poderes, em que parcela dos recursos das emendas de relator seria vetada pelo Poder Executivo. No entanto, para manter os R\$ 18,5 bilhões das emendas de relator,<sup>17</sup> foram canceladas e contingenciadas despesas discricionárias do Poder Executivo,

agravando a redução orçamentária de diversas áreas.

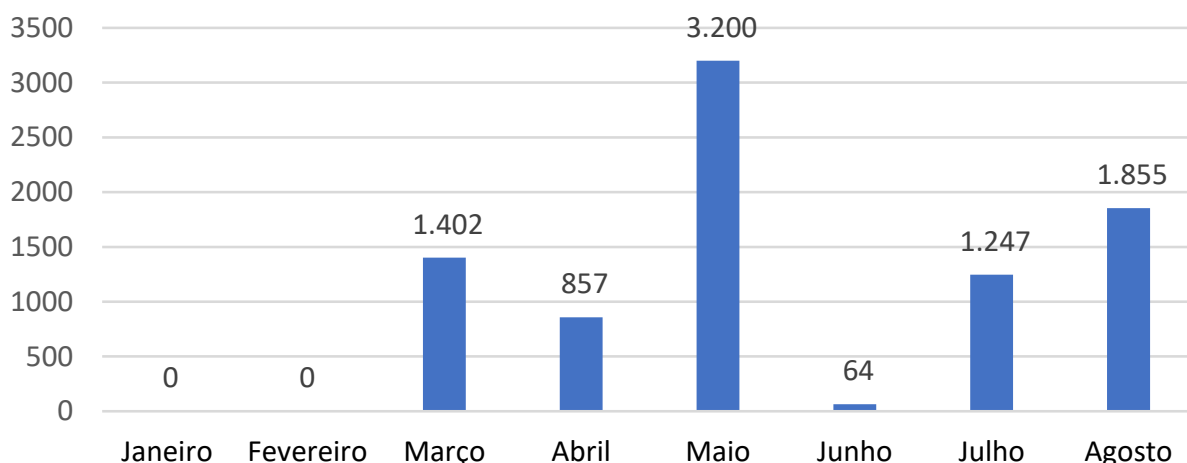
**Em síntese, o processo de aprovação da LOA para 2021 apontou para uma nítida piora da capacidade do orçamento em atender às demandas da população por serviços públicos, diante das restrições associadas à austeridade, mas também aos gastos de natureza clientelista. Dado o limite da EC 95, as emendas de relator pressionaram ainda mais os gastos ordinários relacionados a diversas políticas públicas.**

Observando-se os dados originalmente aprovados na LOA, o orçamento de saúde ilustra com precisão a combinação entre austeridade, flexibilização seletiva de regras e clientelismo: a) retirando-se as emendas de relator, os recursos do SUS estavam abaixo do piso congelado da EC 95; b) o orçamento aprovado para 2021 previa apenas cerca de R\$ 600 milhões para enfrentamento à pandemia e mais de R\$ 7 bilhões para distribuição discricionária nas emendas de relator; c) os recursos para enfrentamento à pandemia seriam acrescidos por crédito extraordinário (salientando-se o questionamento legal sobre o requisito da imprevisibilidade), fora do teto de gasto e da meta de resultado primário, ao longo do exercício, ocasionando atraso na execução de recursos para combate à pandemia, conforme anteriormente visto em relação a leitos e à vacina. No caso de transferências a estados e municípios, os repasses do Ministério da Saúde para enfrentamento à pandemia só foram efetuados a partir de março, conforme o gráfico 4.

16 Disponível em: <https://politica.estadao.com.br/noticias/geral,governo-segura-emendas-do-orcamento-secreto-e-gera-disputa-no-senado,70003860971>.

17 Em 13 de outubro de 2021, segundo dados do Siop, as dotações das emendas de relator eram de R\$ 16,86 bilhões.

**Gráfico 4 - Repasses do Ministério da Saúde aos entes subnacionais para combate à Covid em 2021 (R\$ milhões)**



Fonte: SigaBrasil. Elaboração dos autores.

Para 2022, o mesmo padrão em relação ao orçamento parece se repetir. O teto se tornou ainda mais restritivo diante da evolução do Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC, que corrige os benefícios da seguridade social e deve fechar o ano próximo a 10%. O crescimento dos precatórios, orçados em R\$ 89 bilhões, também é significativo e impacta o orçamento. Mesmo com o índice de preço (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA de 12 meses) que corrige o teto em 8,35%, a programação orçamentária de 2022 apresenta reduções em diversas rubricas.<sup>18</sup>

Mais uma vez, o governo aponta para uma solução que paradoxalmente busca preservar o teto de gastos, ao mesmo tempo em que o contorna, viabilizando alguma flexibilização fiscal. A saída seria aprovar uma PEC, criando limite dentro do teto para pagamento dos precatórios. Na

prática, autoriza-se o retardo da despesa, abrindo espaço para acomodar gastos de interesse eleitoral e de natureza fisiológica, como as emendas de relator. Os precatórios ficariam limitados a cerca de R\$ 40 bilhões, estimando-se a abertura de espaço fiscal de R\$ 45 bilhões para realização de novas despesas, deixando a conta das obrigações não salgadas para os próximos governos.

Uma análise preliminar das pressões sobre o orçamento indica que a expansão fiscal de R\$ 50 bilhões não será suficiente para acomodar as demandas por mais recursos e a necessidade de atualização de valores dos benefícios da seguridade, que estão subdimensionados na proposta orçamentária, uma vez calculados a partir de INPC de 6,2%, inferior ao valor esperado, em torno de 10%.

18 Conforme apresentado na seção anterior, as dotações de ações e serviços públicos de saúde estão próximas ao piso congelado da EC 95 e sequer há recursos suficientes para implementar o plano de vacinação contra a Covid-19.

**Tabela 3 – Pressões sobre o orçamento de 2022 – R\$ bilhões**

Rubrica	Valor preliminar - R\$ bilhões
Auxílio Brasil	50
Emendas de relator	20
Correção dos benefícios do RGPS	33
Desoneração da folha	6
Vacinação contra a Covid	7
<b>Total</b>	<b>116</b>

Elaboração dos autores.

Além da correção dos valores dos benefícios do RGPS, **a tabela 3 indica que as pressões são oriundas dos seguintes agentes: a) o próprio governo, que pretende ampliar os valores da transferência de renda em ano eleitoral (R\$ 50 bilhões); b) base parlamentar do governo, mediante a inclusão das emendas de relator (R\$ 20 bilhões); c) empresários, que defendem proposta em tramitação na Câmara dos Deputados de compensação de extensão da desoneração da folha para diversos setores, o que requer compensação do RGPS pelo Tesouro (R\$ 6 bilhões).**

O caso do Auxílio Brasil é ilustrativo. No momento de elaboração do presente artigo, discute-se uma engenharia para garantir um benefício de R\$ 400,00 a cerca de 17 milhões de famílias, em substituição ao Bolsa Família. A priori, o Programa teria um custo em torno de R\$ 85 bilhões em 2022 (já constando no projeto orçamentário quase R\$ 35 bilhões). Na proposta aprovada no âmbito da PEC nº 23/2021, na Câmara dos Deputados, a atualização do teto passaria a ser calculada pelo IPCA

de doze meses, acumulado até dezembro do exercício que antecede o orçamento (e não mais junho, conforme regra atual da EC 95). Combinando esta mudança com a limitação dos precatórios, estimamos uma abertura de espaço fiscal de R\$ 115 bilhões em 2022. Como a PEC autoriza gastos adicionais de até R\$ 15 bilhões em 2021, no agregado, seriam R\$ 130 bilhões para acomodar o Auxílio Brasil, emendas de relator e outras demandas, inclusive as relacionadas ao subdimensionamento de gastos no PLOA 2022, como a vacinação e os benefícios da seguridade social<sup>19</sup>.

Em um contexto de aumento da pobreza e da desigualdade, a ampliação da transferência de renda é fundamental, mas o Programa tem nítido viés eleitoral, com retrocessos no desenho em relação ao Bolsa Família (que será extinto)<sup>20</sup> e concepção adaptada, não ao aperfeiçoamento da rede de proteção social, mas à necessidade de escapar às regras fiscais, prevendo valores adicionais apenas para 2022. As despesas adicionais seriam classificadas como temporárias, vigendo até 2022, para contornar a exigência da lei de responsabilidade fis-

19 A mudança da fórmula de cálculo do teto também se aplicaria a diversas despesas, dentre as quais o piso de saúde, implicando cerca de R\$ 6 bilhões adicionais para o setor em 2022. Desta forma, a perda de R\$ 25 bilhões em relação ao piso anterior se converteria em R\$ 19 bilhões. Por outro lado, a necessidade de acrescer mais R\$ 6 bilhões ao orçamento da saúde pode ser resolvida por meio das emendas de relator. Vale lembrar, contudo, que o STF suspendeu preliminarmente a execução dessas emendas em 2021, em virtude da falta de transparência e critérios objetivos.

20 Ver <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/10/desgoverno-de-bolsonaro-destroi-o-melhor-do-bolsa-familia.shtml>.

cal de compensação pelo aumento de despesa de caráter continuado. No Senado, já se discute a flexibilização da exigência da LRF para que o aumento de benefícios não seja temporário.

É interessante reparar nos impactos esperados para 2023, pós-eleições, das mudanças em curso: aumento dos passivos relacionados aos precatórios, diante da limitação do pagamento em 2022; risco de ausência de previsão dos pagamentos adicionais do Auxílio Brasil, dado seu caráter temporário, circunscrito ao ano eleitoral; restrições do teto de gasto para manter os benefícios de transferência de renda.

A mudança da regra do teto e a própria concepção do Auxílio Brasil, ajustada ao calendário eleitoral, explicitam o quadro atual. Diante da proposta apresentada na PEC 23, seria pertinente nos referimos a um teto móvel, que se desloca de acordo com a arbitragem do que se submete ou não às regras de austeridade, movida por interesses eleitorais e clientelistas.

Enfim, esta seção procurou mostrar que o atual **regime fiscal brasileiro é caracterizado pela seguinte combinação: a) austeridade fiscal, que pressiona pela redução estrutural de gastos, em particular, de saúde; b) flexibilização fiscal seletiva para atender a demandas da sociedade como no caso da pandemia, mas também a interesses eleitorais e de curto prazo de grupos situados, direta ou indiretamente, em posições institucionais que controlam a alocação dos fundos públicos; c) clientelismo, ampliando-se a parcela dos recursos cuja distribuição é realizada de modo discricionário e por critérios exclusivamente político-eleitorais, caso notório das emendas de relator, comprometendo a transparência e a equidade do processo orçamentário.**

A conclusão procura sintetizar os principais traços deste padrão fiscal.

## 5. Considerações finais: a captura do orçamento público e piora da qualidade do gasto

Conforme exposto ao longo do texto, o quadro fiscal brasileiro deve ser apreendido em toda a sua complexidade e no interior da correlação de forças que sustenta o projeto político francamente autoritário em curso.

De um lado, o teto de gasto atende às expectativas de mercado, ao constituir um regime fiscal acíclico com redução estrutural de despesas e serviços públicos por até vinte anos. De outro, desde a promulgação da EC 95, verificam-se expedientes de flexibilização das restrições fiscais, que visam, sobretudo, a inscrever no orçamento público gastos capazes de viabilizar os interesses dos grupos que sustentam politicamente o governo.

Conforme apontou o Professor Luiz Gonzaga Belluzzo, é como se o teto de gasto, simultaneamente, existisse e não existisse.<sup>21</sup> Nos parece precipitado afirmar que os expedientes de flexibilização do teto o tornam “letra morta”. Afinal, **de um lado, a regra funciona como instrumento político de contenção e asfixia de políticas públicas relacionadas ao desenvolvimento e à proteção social. De outro, ela é seletivamente contornada para absorver os interesses do governo e de setores que lhe conferem sustentação política, ainda que esses mesmos setores chancem as posições fiscalistas no “atacado”.**

No âmbito do projeto político que conjuga liberalismo e extrema direita, os direitos sociais são o inimigo comum a combater (Nobre, 2020). O teto mantém gastos como os de saúde e educação sob ajuste perma-

---

21 <https://www.youtube.com/watch?v=V2-MqFtyqoM>.

nente, ao mesmo tempo em que os mecanismos de flexibilização fiscal, em boa medida, favorecem despesas indexadas a pressões corporativas e a interesses eleitorais e clientelistas.<sup>22</sup>

Também há impactos sobre os investimentos públicos e em gastos de ciência e tecnologia. Desta forma, reduz-se o efeito multiplicador das despesas previstas no orçamento público. Por exemplo, em 2022, os investimentos públicos seriam cruciais diante do cenário de elevada capacidade ociosa, em que o próprio mercado espera crescimento de 1,5% do PIB. No entanto, mantida a restrição do teto, os investimentos não deverão ultrapassar 0,4% do PIB, cerca de 1/3 do orçamento de 2014.

A base congressual do governo homologa posições ultra fiscalistas defendidas pelo capital financeiro, ao mesmo tempo que se apropria de recursos de forma discricionária, em conformidade com seus interesses particulares. Em especial, autoriza a execução de recursos selecionados fora das regras fiscais, mediante arranjos jurídicos artificiais, que viabilizam o uso casuístico da política fiscal para financiar programas sociais e o combate à crise.

No setor saúde, é necessário compreender esse aparente paradoxo no campo da economia política, que não é apenas de compressão dos gastos “ordinários” submetidos às regras fiscais, mas também de maior destinação de recursos para as

emendas parlamentares, consumindo parte do piso congelado definido pela EC 95. Neste contexto, a austeridade fiscal é flexibilizada, cirurgicamente, como forma de aplicar recursos em despesas selecionadas – ainda que fora do tempo requerido – permitindo que o governo atenda a pressões de setores econômicos e sociais por mais gastos para aliviar o impacto da pandemia.

Denominamos esse processo de *austeridade fiscal seletiva*, que se desenvolve em meio à falta de planejamento e de coordenação nacional para o enfrentamento da Covid-19, bem como da captura do fundo público da saúde pelo mercado e pelo clientelismo dentro da casa legislativa.

É este arranjo que crescentemente afasta o orçamento do atendimento às demandas coletivas, especialmente no contexto da pandemia. O exemplo mais evidente é o projeto de lei do orçamento para 2022, com dotações insuficientes para a vacinação da população contra a Covid. Ante a crescente inclinação das finanças públicas à gramática do mercado e dos interesses particulares, eleitorais e clientelistas, nossa conclusão é que, no contexto do projeto autoritário em curso, o orçamento público experimenta uma espécie de captura, uma vez submetido à lógica de desconstrução estatal, esvaziando-se sua dimensão coletiva de enfrentamento aos crescentes desafios sociais, econômicos e ambientais do país.

## Referências

EYRAUD, L. et al. *How to select fiscal rules: a primer*. Washington DC: IMF, 2018. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Select-Fiscal-Rules-A-Primer-45552>. Acesso em: 10 jul. 2020.

GOBETTI, S.W. Regras fiscais no Brasil e na Europa: um estudo comparativo e propositivo. Texto para Discussão n.º 2018. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.

22 Em 2021, o reajuste para militares consome R\$ 7,1 bilhões do teto de gasto, ao mesmo tempo em que as demais categorias estão com salários congelados desde 2020, em função da Lei Complementar nº 173, de 2020.

MORETTI, B.; FUNCIA, F.R.; OCKÉ-REIS, C.O. *Orçamento federal da saúde em 2021. Austeridade fiscal e clientelismo em meio ao recrudescimento da pandemia*. Disponível em: <https://diplomatie.org.br/austeridade-fiscal-e-clientelismo-no-orcamento-publico/>. Acesso em: 20 out. 2021.

MORETTI, B. Questão fiscal e SUS: propostas para o financiamento da saúde. *Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento*, v. 11, n. 1, p. 20-36, 2021.

NOBRE, M. *Ponto final: a guerra de Bolsonaro contra a democracia*. Todavia: São Paulo, 2020.

SANCHES, M.; CARDOMINGO, M.; CARVALHO, L. *Quão mais fundo poderia ter sido esse poço? Analisando o efeito estabilizador do Auxílio Emergencial em 2020*. Nota de Política Econômica n.7, MADE/USP. Disponível em: <https://madeusp.com.br/publicacoes/artigos/quao-mais-fundo-poderia-ter-sido-esse-poco-analisando-o-efeito-estabilizador-do-auxilio-emergencial-em-2020/>. Acesso em: 20 out. 2021.



# 20 Pandemia, Resposta Emergencial e os Riscos da Austeridade Fiscal no Brasil

Rodrigo Octávio Orair<sup>1</sup>

## Resumo

O fenômeno da pandemia da Covid-19 impressiona não somente pela rapidez da disseminação global da doença e pela severidade da tripla crise que a acompanhou (sanitária, social e econômica), mas também por ter desencadeado respostas fiscais rápidas e sem precedentes por parte de inúmeros países. No Brasil, não foi diferente.

Se isso é verdade, o que se pode afirmar em termos de sua originalidade quando comparada ao que ocorreu nos demais países do mundo? A avaliação faz uso de um esquema analítico, inspirado na análise da OCDE (2020), que caracteriza o enfrentamento à pandemia em quatro etapas, cada uma com características próprias de política fiscal, e que reflete uma lógica causal na qual o desdobrar dos acontecimentos vai levando a mudanças no escopo das ações.

Pode-se, então, concluir que a resposta emergencial brasileira foi bem-sucedida? Não necessariamente. A análise de caráter preliminar baseia-se em correlações que sugerem que os países de pior êxito no controle da disseminação da doença acabaram sofrendo as maiores perdas do produto, e, por sua vez, esse mesmo insucesso acabou exigindo pacotes fiscais mais

amplos para conter e mitigar os impactos da pandemia. Infelizmente, o Brasil não fugiu muito dessas inter-relações. O país se mostrou ineficaz no controle da pandemia, situando-se entre os poucos com mais de mil mortes por milhão de habitantes, e verificou uma forte crise econômica e um pacote fiscal relativamente elevado.

Nesse interim, está em curso uma série de reflexões em torno da política macroeconômica mais geral e da política fiscal mais específica na era pós-pandemia. Um exemplo é a renovada ênfase sobre o papel do ativismo da política fiscal na estabilização do ciclo econômico, diante do atual contexto de taxas de juros muito baixas e afrouxamento monetário que restringe o espaço de ação da política monetária, assim como na promoção do crescimento inclusivo e sustentável. Outra reflexão importante se refere às fontes potenciais de arrecadação e aos desafios-chave da tributação relacionados à readequação das fontes de financiamento e do desenho da proteção social, à tributação da economia digital, ao resgate da progressividade tributária e ao suporte às estratégias de transição para uma economia de baixo carbono.

1 Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Ipea. E-mail: <rodrigo.orair@ipea.gov.br>

## 1. Introdução

O fenômeno da pandemia da Covid-19 impressiona não somente pela rapidez da disseminação global da doença e pela severidade da tripla crise que a acompanhou (sanitária, social e econômica), mas também por ter desencadeado respostas fiscais rápidas e sem precedentes por parte de inúmeros países. No Brasil, não foi diferente.

Em tempo recorde, o país aprovou um conjunto de mudanças legislativas que suspenderam a vigência das regras fiscais e constituíram um “orçamento de guerra” capacitado para responder com agilidade às pressões fiscais de enfrentamento à pandemia. O resultado foi uma flexibilização fiscal sem paralelos do ponto de vista da história fiscal do país e que será analisada na próxima seção.

Se isso é verdade, o que se pode afirmar em termos de sua originalidade quando comparada ao que ocorreu nos demais países do mundo? Para responder esse questionamento, a terceira seção discute as características gerais das respostas emergenciais dos países, ao passo que a quarta seção avança para avaliar as semelhanças e idiossincrasias da experiência brasileira.

A avaliação faz uso de um esquema analítico, inspirado na análise da OCDE (2020), que caracteriza o enfrentamento à pandemia em quatro etapas, cada uma com características próprias de política fiscal, e que reflete uma lógica causal na qual o desdobrar dos acontecimentos vai levando a mudanças no escopo das ações. Antecipando as principais conclusões, a avaliação mostra que a resposta emergencial no Brasil guarda semelhanças com as experiências das economias avançadas tanto em termos de tamanho quanto de escopo das ações.

Pode-se, então, concluir que a resposta emergencial brasileira foi bem-sucedida? Não necessariamente. Essa é a pergunta

orientadora da quinta seção do texto, que avalia o desempenho comparativo dos países em termos de incidência de mortes causadas pela Covid-19, de perda relativa do produto e de tamanho do pacote fiscal. A análise de caráter preliminar baseia-se em correlações que sugerem que os países de pior êxito no controle da disseminação da doença acabaram sofrendo as maiores perdas do produto, e, por sua vez, esse mesmo insucesso acabou exigindo pacotes fiscais mais amplos para conter e mitigar os impactos da pandemia. Infelizmente, o Brasil não fugiu muito dessas inter-relações. O país se mostrou ineficaz no controle da pandemia, situando-se entre os poucos com mais de mil mortes por milhão de habitantes, e verificou uma forte crise econômica e um pacote fiscal relativamente elevado.

Ao final, na sexta seção, o texto tece considerações sobre a política fiscal na era pós-pandemia e adverte que as principais semelhanças da experiência brasileira podem ficar circunscritas às etapas iniciais da resposta emergencial. Para a etapa seguinte, pós-controle da pandemia, inúmeros países já anunciaram ou estão anunciando pacotes de estímulo fiscal para favorecer a recuperação econômica e o alcance de objetivos estratégicos de médio e longo prazos, enquanto o Brasil parece apostar na estratégia de que será possível superar a crise social e econômica prescindindo desse tipo de pacote fiscal.

## 2. A flexibilização fiscal sem precedentes de 2020

Em 2020, o regime fiscal brasileiro passou por uma flexibilização sem precedentes. A flexibilização criou espaço fiscal para acomodar um pacote amplo de ações emergenciais, com os propósitos de conter a disseminação da síndrome respiratória aguda causada pelo novo coronavírus (Covid-19) e mitigar os impactos da tripla crise (sanitária, econômica e social) que acom-

panhou a pandemia. Resumidamente, o atual arcabouço fiscal do governo central é composto por três principais regras, descritas a seguir.

1. *Regra de Ouro*, que restringe o volume das despesas correntes, por meio da vedação à realização de operações de crédito que excedam as despesas de capital, estabelecida no art. 167, inciso III, da Constituição Federal de 1988 (CF/1988).
2. *Regra de Primário*, que impõe a necessidade de se contingenciar despesas, por meio da limitação de empenhos e movimentações financeiras, com o propósito de cumprir a meta de resultado primário fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), em conformidade com os dispositivos da Lei Complementar nº 101/2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).
3. *Novo Regime Fiscal*, fixado pela Emenda Constitucional nº 95/2016, convertida nos arts. 107 a 114 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT) da CF/1988, que fixou um teto congelado em termos reais para as despesas primárias para vigorar pelo período de duas décadas, de 2017 a 2036.<sup>2</sup>

Em tese, as três regras convergem no sentido de dificultar a atuação anticíclica da política fiscal. Tanto a *Regra de Ouro* quanto a *Regra de Primário* se caracterizam por um viés pró-cíclico. Os períodos recessivos ou de crises econômicas estão vinculados a frustrações nas estimativas de arrecadação e, por conseguinte, a ampliações não previstas nas necessidades de financiamento do governo. Isso impõe a necessidade de se promover contingen-

ciamentos das despesas, que asseguram o cumprimento das metas fiscais nesses momentos de maior dificuldade econômica. O *Novo Regime Fiscal*, por sua vez, não possui uma cláusula de escape explícita para ser acionada nos momentos de crise econômica, como é o mais comum entre as principais experiências de regras de despesas ao redor do mundo. O teto de gastos é fixado no mesmo valor independentemente das fases do ciclo econômico.

Na prática, entretanto, o constrangimento à atuação anticíclica da política fiscal pode ser contornado pelo recurso a brechas ou mudanças legislativas. Esse foi o caminho percorrido em 2020 para viabilizar uma flexibilização sem precedentes no regime fiscal brasileiro. A primeira das brechas na legislação é uma cláusula de escape da *Regra de Primário*, prevista no art. 65 da LRF, que dispensa a necessidade de cumprimento da meta fiscal em caso de decretação do estado de calamidade pública. A segunda brecha é uma excepcionalidade do *Novo Regime Fiscal*, expressa no sexto parágrafo do art. 107 do ADCT, que exclui do teto de gastos os créditos extraordinários que sejam abertos para atender despesas imprevisíveis e urgentes, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública. Para se aproveitar dos dois dispositivos, o governo enviou ao Congresso Nacional, na data de 18 de março de 2020, o pedido de reconhecimento de estado de calamidade em razão de emergência de saúde pública de importância internacional decorrente da pandemia. O reconhecimento ocorreu dois dias depois, por meio do Decreto Legislativo nº 6/2020.

A partir de então, o Poder Executivo editou sucessivas medidas provisórias para abertura de créditos extraordinários refe-

2 . O teto tomou como referência inicial o total das despesas pagas em 2016, que é corrigido anualmente pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulada em doze meses até junho do ano anterior ao ano-exercício. A partir do décimo ano de vigência, o presidente da República pode propor uma alteração no método de correção do teto de gastos, via projeto de lei complementar e, no máximo, uma vez a cada mandato.

rentes às despesas de enfrentamento da pandemia, totalizando um volume de despesas autorizadas de R\$ 603,9 bilhões em 2020. Adicionalmente, o Congresso Nacional se mobilizou em tempo recorde para aprovar a Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020, instituindo um regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento de calamidade pública. De maneira sintética, o regime extraordinário dispensou a União do cumprimento da *Regra de Ouro* e de uma série de requisitos legais para aumento de despesas ou benefícios tributários em ações de enfrentamento à calamidade.

As medidas legislativas levadas a cabo desde março de 2020 tiveram duas principais consequências em termos de flexibilização do arcabouço fiscal vigente no país. A primeira foi a suspensão das regras fiscais, que permitiu que o governo descum-

prisse a *Regra de Ouro* e a *Regra de Primário* sem sofrer qualquer sanção legal. Como se pode observar na tabela 1, os dados orçamentários do governo central mostram uma margem de insuficiência da Regra de Ouro de R\$ 346,4 bilhões e um *deficit* primário de R\$ 745,3 bilhões, que é aproximadamente cinco vezes o valor da meta de R\$ 124,1 bilhões.

Por sua vez, a regra do *Novo Regime Fiscal* foi cumprida com uma margem de folga de R\$ 52,2 bilhões. Esse cumprimento foi facilitado pelo deslocamento do orçamento para as despesas executadas a partir de créditos extraordinários que estão fora do teto de gastos. Mesmo a única das três regras formalmente em vigor em 2020 deixou de ser restritiva, devido ao deslocamento de despesas que abriu espaço fiscal dentro do teto de gastos.<sup>3</sup>

---

3 . O maior exemplo é o espaço fiscal criado pelo Programa Bolsa Família, que teve despesas executadas de R\$ 7,6 bilhões no primeiro trimestre do ano e quase nulas no restante do ano, pelo simples fato de os beneficiários terem aberto mão do programa em favor de montantes mais generosos do Auxílio Emergencial que está fora do teto. Para remediar esse efeito, o Tribunal de Contas da União (TCU) recomendou ao Ministério da Economia (Acórdão 2026/2020) que cancelasse as dotações orçamentárias ou direcionasse o espaço fiscal para custeio de despesas de enfrentamento à pandemia. O direcionamento foi apenas parcial e validado somente para os quatro últimos meses de 2020.

## Tabela 1

## Margens de cumprimento das regras fiscais (2017-2021)

(Valores nominais em R\$ bilhão)

Regras fiscais	2017	2018	2019	2020	2021
<b>I Margem da regra de ouro [I.1 - I.2]</b>	28,8	35,8	-185,3	-346,4	-453,7
<b>I.1 Despesas de capital</b>	899,0	904,1	871,7	1.213,0	1.980,5
<b>I.2 Operações de crédito</b>	870,2	868,3	1.057,0	1.559,4	2.434,2
<b>I.3 Crédito aprovado</b>	0,0	0,0	241,0	0,0	453,7
<b>II Margem de resultado primário [II.2 - II.1]</b>	20,6	12,8	50,1	-621,2	-69,0
<b>II.1 Meta de resultado primário</b>	-139,0	-129,0	-139,0	-124,1	-247,1
<b>II.2 Resultado primário</b>	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-316,1
<b>II.2.1 Receitas primárias</b>	1.154,7	1.227,5	1.346,8	1.203,9	1.302,1
<b>II.2.2 Despesas primárias (-)</b>	-1.279,0	-1.351,8	-1.441,8	-1.947,0	-1.618,2
<b>II.2.3 Discrepância estatística e demais ajustes contábeis</b>	5,8	8,1	6,2	-2,2	0,0
<b>III Margem do teto de gastos [III.1 - III.2]</b>	50,1	60,6	34,3	52,2	0,0
<b>III.1 Teto de gastos</b>	1.309,1	1.348,3	1.407,5	1.454,9	1.485,9
<b>III.2 Despesas sujeitas ao teto</b>	1.258,9	1.287,8	1.373,2	1.402,8	1.485,9
<b>III.3. Despesas não sujeitas ao teto</b>	250,6	286,9	356,4	806,7	426,2
<b>III.3.1 Transferências intergovernamentais</b>	220,3	248,1	278,6	255,2	284,3
<b>III.3.2 Créditos extraordinários</b>	1,0	5,8	3,5	520,6	101,4
<b>III.3.3 Demais</b>	29,3	33,1	74,3	30,9	40,4

Fonte: Dados dos relatórios contábeis e orçamentários da União.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Margens negativas indicam descumprimento da regra fiscal.

2. Dados de 2021 são previsões da Lei Orçamentária Anual (LOA) e da LDO, ajustadas pelos créditos extraordinários abertos após a aprovação do orçamento.

A segunda consequência da flexibilização do arcabouço fiscal em 2020 foi a constituição de um verdadeiro orçamento paralelo – denominado “orçamento de guerra”, isto é, um orçamento livre das restrições fiscais usuais e capacitado para responder com agilidade às pressões de gastos para conter a pandemia e mitigar seus impactos sanitários, sociais e econômicos.<sup>4</sup>

Para se ter uma ideia da dimensão desse orçamento, as despesas primárias executadas a partir de créditos extraordinários totalizaram R\$ 520,6 bilhões ou 7,0% do

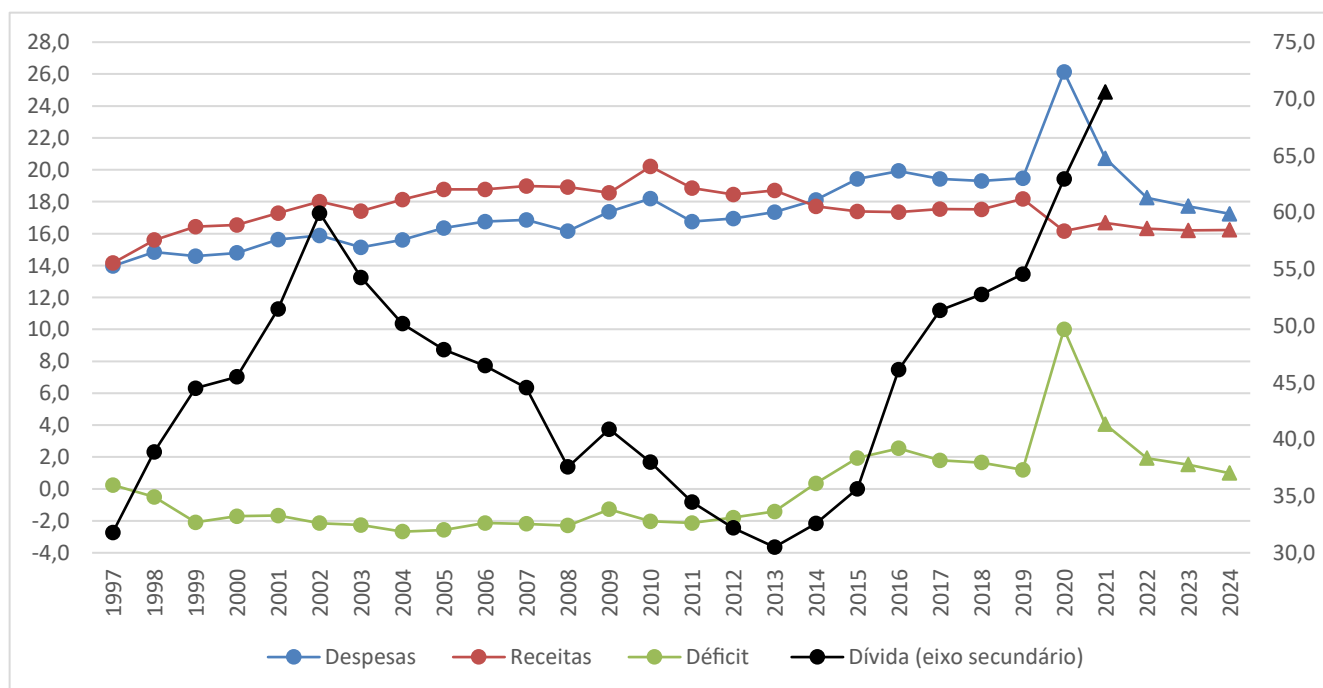
produto interno bruto (PIB) em 2020, dispendidos fundamentalmente nas áreas: de suplementação de recursos para emergência de saúde pública; de suporte de renda para as famílias; de suporte de liquidez e crédito para as empresas; e de auxílio financeiro para os governos estaduais e municipais. Como resultado, as despesas primárias do governo central sofreram um salto brusco em 2020, ao saírem de 19,5% para 26,1% do PIB, que é, de longe, o nível mais elevado na série histórica no gráfico 1.

4 . Feita a ressalva de que essas despesas devem se restringir às ações de enfrentamento à pandemia, ser autorizadas por créditos extraordinários e não ter efeitos que permaneçam além do período de pandemia.

## Gráfico 1

### Despesas, receitas e déficit primário do governo central e dívida líquida do setor público

(Em % do PIB)



Fontes: Dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN); do Banco Central de 1997 a 2020; da LOA 2021; e da LDO 2022. Elaboração do autor.

Obs.: Dados de 2021 a 2024 são previsões da LOA e da LDO, ajustadas no ano de 2021 pelos créditos extraordinários abertos após a aprovação do orçamento.

O pacote fiscal de resposta à pandemia contou ainda com medidas que reduziram as receitas primárias do governo central, a exemplo das desonerações tributárias (estimadas em 0,4% do PIB) e das postergações de pagamentos para o governo, além de um conjunto de medidas fiscais financeiras ou extraorçamentárias, que serão analisadas em mais detalhes na seção 4 e que reforçam a impressão sobre o caráter sem precedentes da flexibilização pela qual o regime fiscal passou em 2020. As medidas do pacote fiscal, juntamente com o impacto da crise econômica sobre a arrecadação, explicam quase integralmente a queda verificada nas receitas primárias de 18,2% para 16,2% do PIB em 2020, retomando-se um nível arrecadatório que remonta àquele verificado na crise de 2008.

Um olhar panorâmico sobre as séries his-

tóricas dos indicadores fiscais no gráfico 1 não deixa dúvidas de que o ano de 2020 é literalmente um ponto fora da curva. Após o *déficit* primário oscilar ao redor da média de 1,6% do PIB no período 2014-2019, ele atingiu seu auge de 10,0% em 2020, enquanto a dívida líquida do setor público superou seu pico anterior de 59,9% do PIB no final de 2002 para alcançar 63,0% em 2020. É claro que os números de *déficit* e endividamento devem ser relativizados neste último ano de queda do PIB de 4,1% e que poderiam ter sido mais pronunciados na ausência das medidas de contenção e mitigação da pandemia. Ainda é precoce tecer avaliações definitivas, mas estudos preliminares sugerem que o colapso do PIB teria sido de duas a três vezes e meia maior na ausência de uma política como o auxílio emergencial, que representou pouco mais de metade das despesas do “orça-

mento de guerra” (Sanches, Cardomingo e Carvalho, 2021). Uma análise mais rigorosa dos impactos fiscais das medidas de enfrentamento da pandemia exige que sejam incorporados os potenciais efeitos da mitigação da crise econômica sobre o PIB e a arrecadação.

Do ponto de vista prospectivo, as estimativas oficiais no gráfico 1 sugerem que, após um breve interregno em 2021, quando o orçamento de guerra permanece com um tamanho muito menor do que no ano anterior, as despesas primárias retroagiriam para patamares inferiores aos do imediato pré-pandemia. As projeções oficiais do projeto da LDO de 2022 indicam uma queda das despesas da ordem de 8,9 pontos percentuais do PIB ao longo do quadriênio 2021-2024, com redução correspondente no *déficit* primário. Essas projeções trazem implicitamente a hipótese de que será possível transitar de maneira rápida para um cenário econômico relativamente benigno, com projeções de crescimento econômico de 3,2% em 2021 e 2,5% nos três anos seguintes, prescindindo-se de um pacote de estímulos fiscais – hipótese no mínimo controversa que será explorada nas próximas seções.

### **3. Resposta emergencial à pandemia: características gerais entre os países**

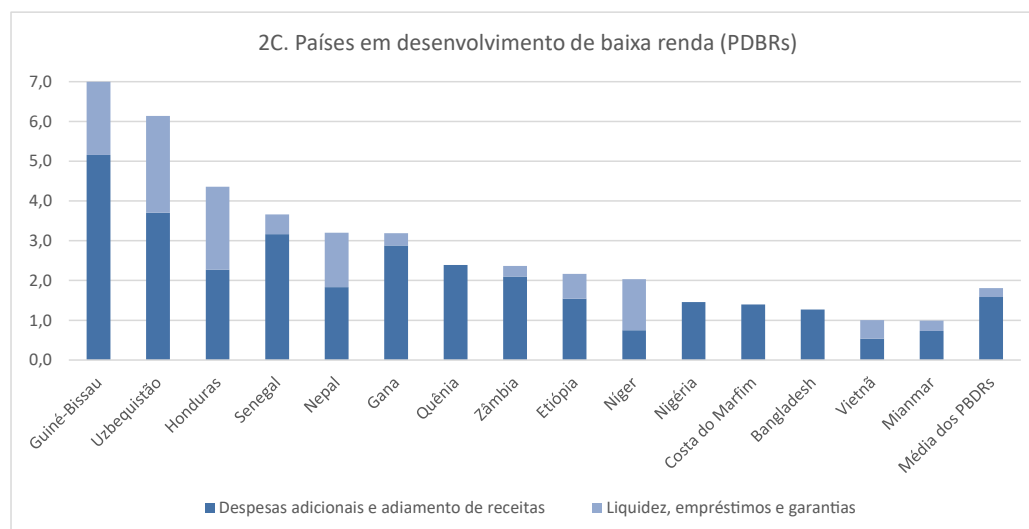
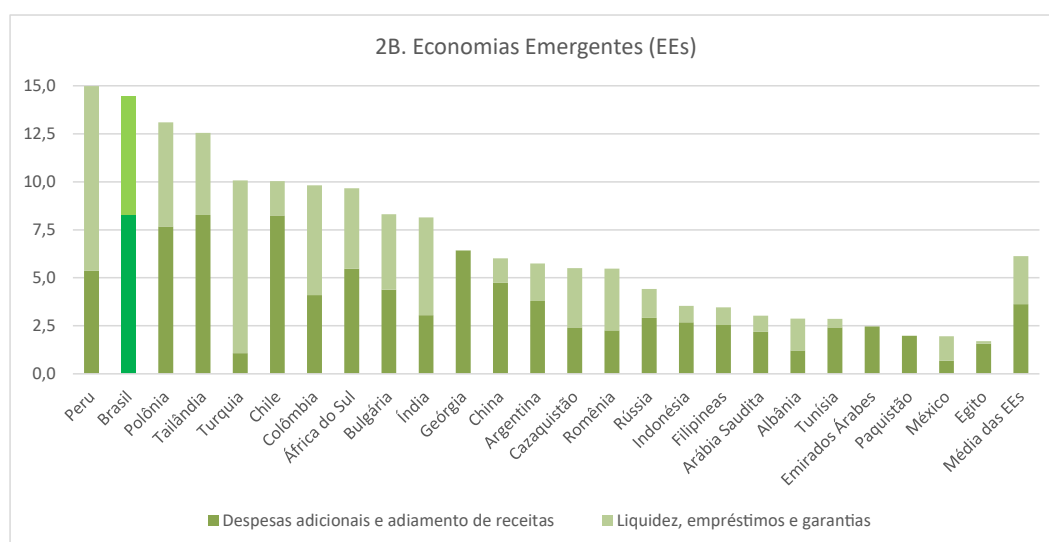
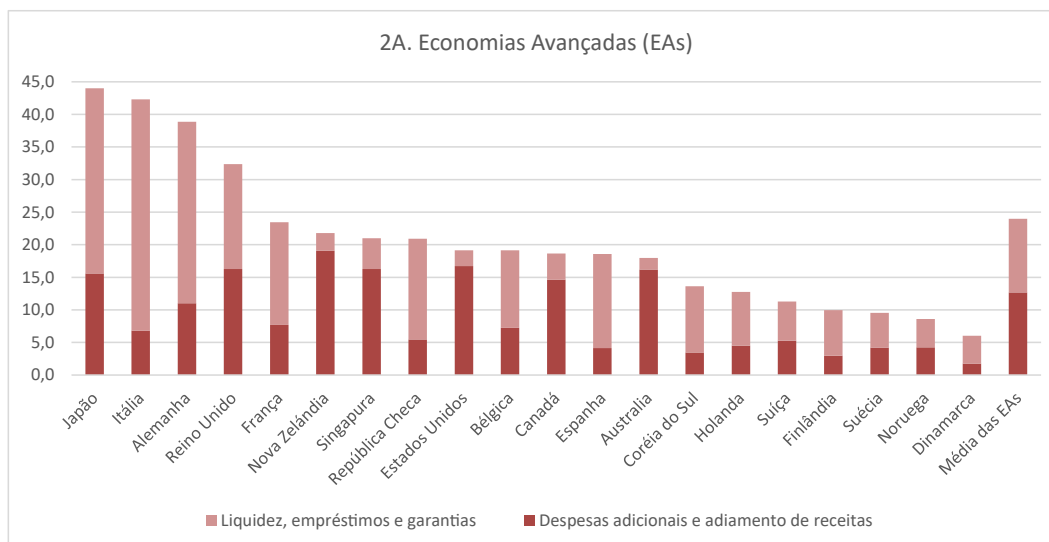
Se é verdade que a resposta fiscal à pandemia não possui qualquer paralelo do ponto de vista da história fiscal do Brasil,

o que se pode afirmar em termos de sua originalidade quando comparada ao que ocorreu nos demais países do mundo? Como pré-requisito para responder esse questionamento, esta seção discute as características gerais das respostas fiscais dos países, para que depois se avance na avaliação das semelhanças e idiosincrasias da experiência brasileira.

O fenômeno da pandemia da Covid-19 impressiona não somente pela rapidez da disseminação global da doença e pela severidade da tripla crise que a acompanhou (sanitária, social e econômica), mas também por ter desencadeado respostas fiscais rápidas e sem precedentes por parte de inúmeros países. É o que se pode inferir a partir da análise do gráfico 2, que mostra o tamanho das respostas fiscais de sessenta países, com informações disponíveis na base de dados do Monitor Fiscal do Fundo Monetário Internacional (FMI).<sup>5</sup> Em metade desses países, os pacotes de respostas fiscais à pandemia superaram 7% do PIB: praticamente todas as economias avançadas (exceto Dinamarca), chegando a até 44% do PIB no Japão; dez economias emergentes, lideradas por Peru e Brasil, com pacotes na faixa de 14% a 15% dos seus PIBs; e mais um país do grupo classificado pelo FMI como em desenvolvimento de baixa renda, Guiné-Bissau.

5 . Disponível em: <<https://bit.ly/3cq8iNH>>.

**Gráfico 2**  
**Resposta fiscal à pandemia em países selecionados**  
 (Em % do PIB)



Fonte: Base de dados do Monitor Fiscal do FMI. Disponível em: <<https://bit.ly/3cq8iNH>>.

Acesso em: 28 fev. 2021. Elaboração do autor. Obs.: 1. Médias por grupos de países são ponderadas pelo PIB.

2. Estimativas relativas ao final de 2020.



Além da magnitude sem precedentes, outro aspecto que chama atenção é que as respostas fiscais dos países guardam similaridades entre si. Uma recente publicação da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) identificou as características gerais e os traços comuns dos pacotes de enfrentamento à pandemia dos seus países-membros (OCDE, 2020). A análise é importante porque mostra como diferentes países, cada um com suas especificidades, quando submetidos ao desafio comum da pandemia, acabaram seguindo passos mais ou menos semelhantes – sobretudo quando se restringem as comparações aos países ocidentais, após o epicentro da pandemia ter migrado para a Europa em março de 2020.

A mesma publicação da OCDE apresenta um esquema analítico que caracteriza o enfrentamento à pandemia em quatro etapas, cada uma com características próprias de política fiscal, e que reflete uma lógica causal na qual o desdobrar dos acontecimentos vai levando a mudanças no escopo das ações (quadro 1). O Brasil não foi alvo de análise na publicação. Mesmo assim, o esquema analítico desenvolvido em OCDE (2020) fornece um guia útil para avaliar comparativamente a resposta fiscal brasileira à pandemia. Por isso, discutir-se-á brevemente as etapas de enfrentamento da pandemia que resumem as características gerais e as semelhanças entre os países, tendo como inspiração o esquema da OCDE.

### Quadro 1

#### Etapas de enfrentamento e resposta da política fiscal à Covid-19

Resposta emergencial		Pós-pandemia	
1. Contenção e mitigação da crise sanitária	2. Contenção e mitigação dos desdobramentos da tripla crise	3. Recuperação econômica	4. Consolidação fiscal
Objetivos prioritários e escopo da política fiscal			
Evitar o colapso do sistema de saúde por ações de enfrentamento da emergência em saúde, assim como dar suporte de renda e liquidez para viabilizar o distanciamento social.	Escopo das ações de suporte de renda, liquidez e solvência se amplia para conter e mitigar os desdobramentos da tripla crise (sanitária, social e econômica).	Flexibilização das medidas restritivas e revisão das medidas emergenciais dão lugar aos pacotes de estímulo fiscal para retomar o crescimento e superar a crise econômica e social.	Após a recuperação das economias, a questão fiscal pode assumir proeminência.

Fonte: Esquema analítico de OCDE (2020).

Elaboração do autor.

Tal qual em OCDE (2020), o enfrentamento da pandemia pode ser caracterizado por duas etapas iniciais de resposta emergencial: a primeira etapa, com maior ênfase em prevenir a crise de saúde, ampliando-se o foco na segunda etapa, para se lidar com os desdobramentos da tripla crise (sanitária, social e econômica). Inicialmente, os países confrontados com a disseminação do vírus e da síndrome respiratória aguda que ele provoca perseguiram uma estratégia comum de evitar os colapsos dos sistemas de saúde. A estratégia se pautava pelo objetivo básico de equacionar, na medida do possível, o hiato entre a capacidade de prestação de serviços intensivos de saúde, ampliando-se emergencialmente a rede de atendimento, e as necessidades imediatas desses serviços, por meio de ações destinadas a achatar a curva de contágio do vírus. De maneira praticamente generalizada, as ações de contenção e mitigação da crise sanitária incluíram algum tipo de distanciamento social, em níveis variáveis, desde medidas mais leves até confinamentos rígidos (*lockdowns*).

Os graus de rigidez e de efetividade das medidas de distanciamento social variaram muito entre os países. Um traço característico de todas as experiências de distanciamento é que este inevitavelmente impõe restrições às atividades sociais e econômicas. Para viabilizá-lo, os governos se viram diante da necessidade de complementar as medidas emergenciais de saúde com pelo menos mais dois tipos de ações: suporte de renda, para que os trabalhadores pudessem permanecer em seus domicílios; e suporte de liquidez, para mitigar o impacto da paralisação das atividades sobre o caixa das empresas. Em síntese, a etapa inicial da resposta fiscal à pandemia se caracteriza por um foco mais restrito sobre ações de contenção e mitigação da crise sanitária, incluindo-se medidas de suporte de renda para as famílias e de liquidez para as empresas, que se viram necessárias para

viabilizar o distanciamento social.

A segunda etapa se caracteriza por uma ampliação do escopo dessas ações. No âmbito da saúde, as ações eminentemente emergenciais (oferta de leitos hospitalares, testes, insumos e equipamentos médicos, equipamentos de proteção individual etc.) evoluíram gradualmente para abarcar novas frentes em ações voltadas ao desenvolvimento de sistemas de monitoramento e rastreamento, de novos tratamentos e de vacinas. De maneira análoga, o escopo das ações de suporte de liquidez para as empresas e de renda para as famílias se modificou ao longo do tempo para lidar com os desdobramentos econômicos e sociais da pandemia.

A pandemia resultou em um duplo choque econômico: de demanda, porque levou à revisão dos planos de consumo das famílias e dos projetos de investimentos das empresas; e de oferta, em função da paralisação de atividades produtivas. Na medida em que se caminhava na direção da tripla crise (sanitária, econômica e social), ganhou-se consciência de que seus impactos se distribuiriam muito desigualmente ao longo da sociedade – juntamente com o diagnóstico de que os mecanismos pré-existentes de seguro social seriam insuficientes para o tamanho do desafio de fornecer uma proteção adequada aos mais expostos aos riscos de saúde, desemprego e pobreza. Nesse momento, vários governos começam a desenvolver soluções para ampliar o suporte de renda para as famílias, que vão muito além da mera suplementação de recursos para os mecanismos convencionais da proteção social. Os principais exemplos são as flexibilizações dos critérios de acesso aos benefícios sociais (seguro-desemprego, auxílio-doença ou transferências focalizadas) e a criação de modalidades emergenciais tanto para trabalhadores informais quanto para trabalhadores formais que firmassem acordos temporários de suspensão de con-

trato de trabalho ou de redução de jornada durante a pandemia.

No que diz respeito às medidas de suporte para as empresas, as ações mais imediatas tinham maior preocupação em mitigar o impacto do colapso das receitas daquelas que tiveram suas atividades paralisadas pelo distanciamento social. Na medida em que a crise econômica se prolongava e as empresas acumulavam crescentes dívidas (com fornecedores, trabalhadores, governo e setor financeiro), as preocupações migraram para problemas de insolvência das empresas e suas potenciais repercussões em efeito dominó sobre a cadeia de credores, a capacidade produtiva e o estoque de emprego do país. Com isso, as ações iniciais de suporte de liquidez pelo alívio do fluxo de caixa das empresas evoluíram para lidar com questões mais gerais de solvência e fragilidade financeira da economia como um todo. O resultado final foi um amplo arsenal de medidas fiscais, monetárias e creditícias de suporte de liquidez e crédito para as empresas.<sup>6</sup>

Em resumo, os desdobramentos da tripla crise levaram a uma mudança de ênfase que se traduziu na ampliação do escopo das ações na segunda etapa da resposta emergencial à pandemia. Antes mais circunscritas ao objetivo básico de prevenir a crise de saúde, as ações emergenciais se ampliaram pela necessidade de conter e mitigar os desdobramentos da tripla crise, por meio do reforço das medidas de saúde pública, do suporte de renda para as famílias e de liquidez e crédito para as empresas.

#### 4. Quão original foi a resposta emergencial do Brasil à pandemia?

É interessante observar que o esquema analítico mais geral, apresentado na seção anterior e formulado à luz das experiências dos países da OCDE, mostra-se adequado para explicar a evolução e o escopo das ações de resposta emergencial à pandemia no Brasil, a despeito do seu início tardio, confuso e descoordenado – feita a ressalva de que as principais semelhanças podem ficar circunscritas às duas etapas iniciais da resposta emergencial. Para a etapa seguinte, pós-controle da pandemia, inúmeros países já anunciaram ou estão anunciando pacotes de estímulo fiscal para favorecer a recuperação econômica e o alcance de objetivos estratégicos de médio e longo prazos. O Brasil, ao contrário, parece apostar na estratégia de que será possível superar a crise social e econômica prescindindo desse tipo de pacote fiscal. Voltar-se-á a este ponto na última seção do texto.

Por ora, cabe analisar brevemente o escopo das ações do pacote fiscal brasileiro. Na tabela 2, apresenta-se uma classificação das despesas do “orçamento de guerra” pelas suas principais áreas de atuação. O volume de despesas pagas em 2020 alcançou a impressionante cifra de R\$ 524 bilhões. Desse total, os recursos suplementares para emergência de saúde pública alcançaram R\$ 44,0 bilhões (8,4% do total), com destaque para os R\$ 32,1 bilhões de transferências para execução descentralizada por parte dos governos estaduais e municipais. Além dessas transferências com recursos carimbados para ações emergenciais de saúde, os governos regio-

6 . Entre essas medidas, incluem-se: desonerações tributárias; suspensões, adiamentos ou reestruturações dos pagamentos de tributos e demais obrigações para o governo; assunção pelo governo de custos da folha salarial nos esquemas de retenção de trabalho; apoios específicos aos segmentos mais atingidos pela crise (turismo, aviação, pequenas empresas etc.); subsídios e concessões de garantias para linhas favorecidas de crédito; reestruturação de dívidas; flexibilizações regulatórias no mercado financeiro que reduzem as exigências de provisionamento e capital mínimo ou autorizam novas modalidades de empréstimos e captações de depósitos.

nais receberam mais um auxílio financeiro de R\$ 78,3 bilhões (14,9% do total) para amortecer os impactos da crise econômica sobre seus orçamentos.

**Tabela 2**

**Despesas da União de enfrentamento à pandemia da Covid-19 (2020-2021)**

Descrição	2020		2021	
	Valor pago (R\$ bilhão)	Participação no total (%)	Valor previsto (R\$ bilhão)	Participação no total (%)
Suporte de renda para as famílias	327,0	62,4	56,5	55,7
Auxílio emergencial	293,1	55,9	44,9	44,2
Benefício emergencial	33,5	6,4	11,7	11,5
Ampliação do Programa Bolsa Família	0,4	0,1	-	0,0
Auxílio financeiro para governos regionais	78,3	14,9	-	0,0
Suporte de liquidez e crédito para empresas	73,0	13,9	1,9	1,9
Financiamento da folha salarial	6,8	1,3	-	0,0
Garantias e subsídios para crédito	63,1	12,0	-	0,0
Outros estímulos setoriais	3,1	0,6	1,9	1,9
Emergência de saúde pública	44,0	8,4	41,7	41,2
Aquisição de vacinas	2,2	0,4	22,3	22,0
Transferências fundo a fundo	32,1	6,1	7,4	7,3
Demais ações de saúde	9,6	1,8	12,1	11,9
Demais despesas	1,9	0,4	1,2	1,2
Total	524,0	100,0	101,4	100

Fonte: Painel de monitoramento dos gastos com Covid-19 da STN.

Elaboração do autor. Nota: Os valores de 2021 incluem as reinscrições de restos a pagar do ano anterior e os créditos abertos em 2021.

A área de atuação com maior volume de despesas foi o suporte de renda para as famílias: R\$ 327,0 bilhões em 2020 (quase dois terços do total), despendidos basicamente nos programas de auxílio e benefício emergencial (R\$ 293,1 bilhões e R\$ 33,5 bilhões, respectivamente). O auxílio emergencial é um híbrido de transferência focalizada e um seguro emergencial destinado principalmente aos desempregados e trabalhadores informais de baixa renda. O programa alcançou 65,3 milhões de be-

neficiários (quase dois quintos da população em idade ativa), que receberam até cinco parcelas básicas de R\$ 600 e quatro parcelas complementares de R\$ 300 entre abril e dezembro de 2020.<sup>7</sup>

O benefício emergencial pode ser visto como um subsídio salarial, ancorado no programa de seguro-desemprego, cujo público beneficiário corresponde aos empregados com carteira assinada que formalizaram acordos com seus empregadores de suspensão do contrato de trabalho ou redução da jornada. Durante o prazo de vi-

7 . Exceto mulheres em famílias monoparentais, que receberam o benefício dobrado.

gência dos acordos, os empregados tiveram seus salários reduzidos e, em contrapartida, receberam o benefício do governo que equivale a um percentual do seguro-desemprego a que teriam direito caso tivessem sido demitidos (entre R\$ 261,25 e R\$ 1.813,03, dependendo do tipo de acordo celebrado).

Ambos os programas podem ser enquadrados entre as iniciativas – comuns em vários países da OCDE – de se desenvolver soluções de programas emergenciais de suporte de renda para as famílias, superando-se, assim, as limitações dos mecanismos convencionais de proteção social frente aos desafios colocados pela pandemia. As características mais distintivas do Brasil talvez sejam o alcance da cobertura do auxílio emergencial e a agilidade com que foi operacionalizado. Tais características são reveladoras da dimensão da informalidade e da precariedade do mercado de trabalho no país, assim como da *expertise* das instituições nacionais na implementação de programas sociais de transferências de renda.

A quarta e última área de atuação a ser destacada na tabela 2 é o suporte de liquidez e de crédito para as empresas, que totalizou R\$ 73,0 bilhões (13,9% do total). No entanto, o foco restrito sobre as despesas primárias do “orçamento de guerra” fornece uma visão parcial da resposta emergencial à pandemia, sobretudo no caso das medidas de suporte de liquidez e crédito para as empresas, que contaram com um espectro muito mais amplo de medidas fiscais e creditícias.

A tabela 3 oferece uma visão mais completa do pacote emergencial de combate à pandemia no Brasil, por um critério de contabilização próximo ao que o FMI utiliza nas comparações internacionais.<sup>8</sup> Por essa métrica, o pacote fiscal do Brasil chega a R\$ 1 trilhão ou 13,9% do PIB, após a inclusão de medidas de desonerações tributárias, reestruturação de dívidas e disponibilização de crédito, ou até mesmo a 17,5% do PIB, se for adicionado o impacto das medidas de antecipação de pagamentos de benefícios sociais ou de adiamento de recebimentos de tributos, que, a princípio, terão seus impactos fiscais compensados ao longo do tempo.

Em termos de escopo, as áreas de atuação das medidas fiscais complementares são semelhantes às do próprio orçamento de guerra, subdividindo-se principalmente em: i) emergência de saúde pública (desonerações tributárias de medicamentos, insumos e equipamentos médico-hospitalares); ii) auxílio para governos regionais (adiamento do pagamento de tributos federais e reestruturação de dívidas com a União, bancos públicos e organismos multilaterais); iii) suporte de renda para as famílias (antecipação do pagamento do décimo terceiro de aposentadorias, abono salarial e saque emergencial do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS); e iv) suporte de liquidez e crédito para as empresas (desonerações e adiantamentos do pagamento de tributos; disponibilização de linhas de crédito favorecidas e reestruturações de dívidas por bancos e fundos públicos).

8 . Os números da tabela 3 devem ser interpretados como estimativas potenciais, porque se baseiam em previsões de despesas, receitas e disponibilização de operações de créditos que não necessariamente se materializarão integralmente. As estimativas foram extraídas do relatório das medidas emergenciais do Ministério da Economia (Brasil, 2020). Para seguir um critério mais próximo ao do FMI, optou-se por incluir uma linha de crédito adicional do Banco do Brasil que não constava no relatório e, por outro lado, excluir as estimativas de suspensão da cobrança da dívida ativa da União e das flexibilizações da legislação regulatória do mercado financeiro.

### Tabela 3

#### Pacote fiscal da União no enfrentamento à pandemia da Covid-19

Descrição	Valor (R\$ bilhão)	Participação no PIB (%)
Despesas do orçamento de guerra	594,1	8,0
Desonerações tributárias	28,4	0,4
Específicas para a área de saúde	5,1	0,1
Gerais	23,3	0,3
Reestruturação de dívidas dos governos regionais	80,1	1,1
Disponibilização de crédito por bancos e fundos públicos	332,2	4,5
Subtotal	1.034,7	13,9
Antecipação de despesas e adiamento de receitas	268,0	3,6
Antecipação de benefícios sociais	89,9	1,2
Adiamento de tributos	178,1	2,4
Total	1.302,7	17,5

Fonte: Relatório de medidas emergenciais do Ministério da Economia (Brasil, 2020).

Elaboração do autor.

Pode-se, portanto, concluir que o pacote emergencial de enfrentamento da Covid-19 no Brasil em 2020 guarda semelhanças com as experiências das economias avançadas tanto em termos de volume de recursos quanto de escopo das áreas de atuação. Não por acaso, o pacote fiscal brasileiro, em proporção do PIB, aparece como o décimo quinto maior, entre os sessenta países com informações disponíveis, e junto com o Peru na liderança dos países emergentes (ver gráfico 2).

#### 5. A resposta emergencial brasileira pode ser considerada bem-sucedida?

Identificar semelhanças entre a resposta emergencial do Brasil e das economias avançadas, em termos de tamanho e escopo do pacote fiscal, não significa minimizar os efeitos devastadores da tripla crise no país, tampouco significa deixar de lamentar pelas vidas desnecessariamente perdidas. O objetivo aqui é apenas destacar que, do ponto de vista estritamente fiscal-orçamentário, as instituições responderam de

maneira rápida, a partir do momento em que foram ativadas. As mudanças legislativas de flexibilização do regime fiscal foram aprovadas, um orçamento paralelo livre de amarras fiscais foi instituído, e ações com alto grau de complexidade administrativa foram operacionalizadas em um breve período de tempo.

Apesar de tudo isto, **o Brasil está longe de ser considerado um caso de sucesso do ponto de vista da contenção da disseminação do vírus e da crise econômica. E essa constatação leva à hipótese de que o próprio tamanho do pacote fiscal seja explicado em parte pela necessidade de remediar uma série de falhas de planejamento, descoordenação, desencontros de informações e tantos outros problemas que comprometeram a eficácia das ações de enfrentamento da pandemia.**

Uma maneira simples de se fornecer subsídios para melhor fundamentar essas afirmações é avaliar o desempenho do Brasil, em comparação com os demais países, no que diz respeito aos indicadores de incidência de mortes causadas pela Covid-19, à perda relativa do produto no ano

da pandemia e ao tamanho do pacote de resposta fiscal. Para tanto, os gráficos 3A e 3B apresentam as informações de uma amostra selecionada de trinta países com informações disponíveis e que representa cerca de 70% da população e mais de 80% do produto mundial.

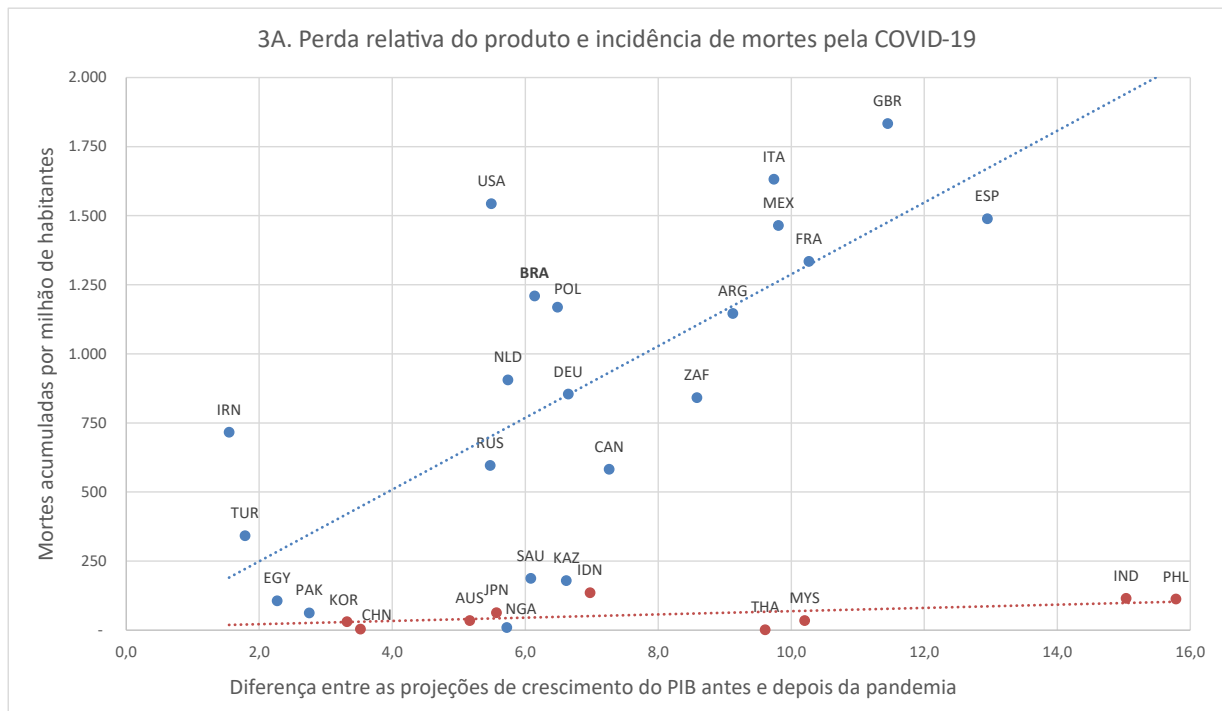
A análise dos gráficos indica que o desempenho dos países em termos de mortes por Covid-19 foi muito díspar e que os casos de maior sucesso estão concentrados majoritariamente nas regiões do Sudeste Asiático e do Pacífico Ocidental. Nas demais regiões do globo, há evidências mais claras de dois tipos de correlações: quanto maior a incidência de mortes por Covid-19, maior a perda relativa do produto; e quanto maior a incidência de mortes, maior o tamanho dos pacotes fiscais. **Tais correlações sugerem, em primeiro lugar, que os países de pior êxito no controle da disseminação da doença acabaram**

**sofrendo as maiores perdas do produto. Em segundo lugar, sugerem que esse mesmo insucesso em controlar a disseminação da doença (e as maiores intensidades das crises sanitária e econômica associadas a ele) pode ter ampliado as necessidades de medidas de contenção e mitigação e, por conseguinte, exigido maiores pacotes fiscais.**

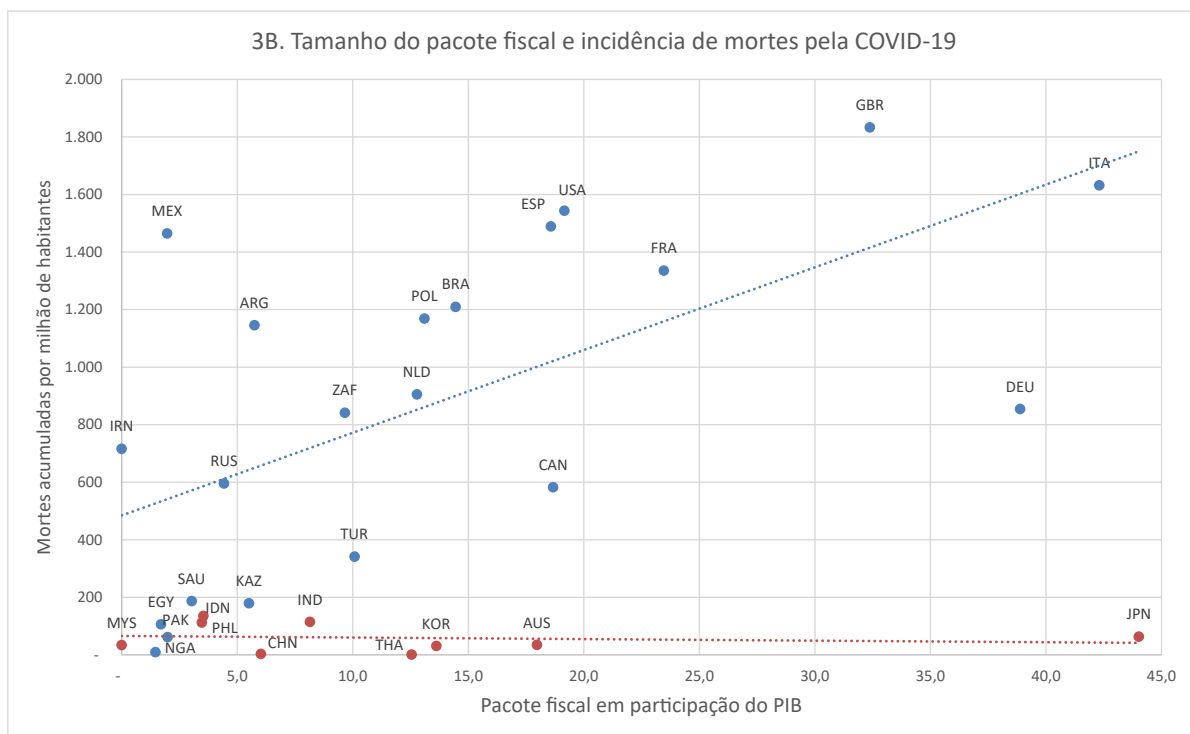
Infelizmente, o Brasil não fugiu muito dessas inter-relações mais gerais. O país se mostrou ineficaz no controle da disseminação da doença causada pela Covid-19, situando-se entre os poucos com mais de mil mortes por milhão de habitantes, e, de maneira associada, verificou uma forte crise econômica e um pacote fiscal relativamente elevado. Em relação aos trinta países nos gráficos 3A e 3B, o Brasil aparece com a sétima maior incidência de mortes, a décima sétima maior perda de produto<sup>9</sup> e o décimo maior pacote fiscal.

**Gráfico 3**

**Incidência de mortes causadas pela Covid-19, perda relativa do produto e tamanho do pacote fiscal para trinta países selecionados**



9 . A perda relativa do produto foi de 6,1%, considerando-se a diferença entre a projeção de crescimento de 2% antes da pandemia e a queda verificada depois de 4,1% do PIB.



Fontes: Bases de dados de países do World Economic Outlook (WEO); do Monitor Fiscal do FMI (disponível em: <<https://bit.ly/3cq8iNH>>); e monitoramento da Covid-19 da Organização Mundial da Saúde (OMS).

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Número acumulado de mortes por Covid-19 até 3 mar. 2021 (acesso em 6 mar. 2021).

2. As duas projeções de crescimento são relativas ao ano de 2020, da base de dados do WEO de outubro de 2019 e da sua última atualização, em janeiro de 2021.

3. A amostra inclui os países com todas informações disponíveis. Países das regiões do Sudeste Asiático e Pacífico Ocidental aparecem em vermelho e os das demais regiões, em azul.

4. Siglas dos Países: Argentina (ARG); Austrália (AUS); Brasil (BRA); Canadá (CAN); China (CHN); Alemanha (DEU); Egito (EGY); Espanha (ESP); França (FRA); Reino Unido (GBR); Indonésia (IDN); Índia (IND); República Islâmica do Irã (IRN); Itália (ITA); Japão (JPN); Cazaquistão (KAZ); Coreia do Sul (KOR); México (MEX); Malásia (MYS); Nigéria (NGA); Países Baixos (NLD); Paquistão (PAK); Filipinas (PHL); Polônia (POL); Rússia (RUS); Arábia Saudita (SAU); Tailândia (THA); Turquia (TUR); Estados Unidos (USA); África do Sul (ZAF).

## 6 Considerações finais sobre a política fiscal na era pós-pandemia e os riscos da estratégia brasileira

O ano de 2021 surge com um alento, devido às perspectivas abertas pelo início da vacinação da população. Ainda assim, os desafios da Covid-19 estão longe de serem superados. Novas questões emergiram: dúvidas sobre a eficácia geral das vacinas; limitações da capacidade de produção e logística em escala global, que faz com que o avanço mais rápido da vacinação em alguns países se dê em detrimento dos demais; riscos de reincidência de contaminações e de novas mutações do vírus para variantes mais contagiosas, le-

tais ou resistentes às vacinas; disseminação de informações falsas que amplificam a resistência da população à vacinação e dificultam o alcance da imunidade comunitária, entre tantos outros riscos. Diante de todas as incertezas, o mais prudente é se preparar para um cenário no qual o tempo necessário para deixar a crise de saúde sob controle se prolongue além de 2021 ou 2022, na maioria dos países, e a ameaça do vírus persista por um prazo ainda maior.

Mais ainda, não há garantias de que um eventual controle da crise de saúde, por si só, levará a uma saída imediata da crise econômica e social. Em outras palavras, transitar para uma fase pós-pandêmica



não significa necessariamente restabelecer a normalidade, porque o período de crise econômica e social pode ser potencialmente muito mais longo. Também parece razoável admitir que a recuperação econômica se dará de maneira muito desigual, na medida em que os países estão caminhando em diferentes níveis na contenção da pandemia e a própria intensidade do choque causado pela tripla crise varia muito entre eles.

Alguns países estão em melhores condições para retornar ao normal porque suas medidas de contenção se mostraram bem-sucedidas ou porque estão avançando mais rapidamente na vacinação da sua população. Muitos deles já anteciparam ou planejam remover em breve as medidas de distanciamento social que mais restringem as atividades econômicas e sociais. Nos demais países, menos exitosos na contenção da disseminação do vírus, prevalece uma incerteza muito maior quanto aos desenvolvimentos futuros. Em muitos deles, incluindo-se o Brasil, as tentativas de flexibilização das restrições econômicas acabaram adquirindo um caráter parcial e errático, tendo sido logo revertidas após surtos epidêmicos e novas ondas de disseminação do vírus. Os sucessivos malogros dessas tentativas dão indícios de que a flexibilização definitiva passa antes pela vacinação em massa da população. Onde a vacinação avança menos e os esforços de flexibilização são precipitados e descoordenados, o controle da crise de saúde pode levar mais tempo e os danos sobre o tecido econômico e social tendem a ser mais severos.

A capacidade de a economia se recuperar no período pós-pandêmico será condicional ao tamanho desses danos. Se o sistema econômico estiver mais comprometido, a superação da crise econômica se torna mais difícil e dependente de estímulos fiscais, diferentemente das experiências mais exitosas, que talvez não precisem contar

tanto com estímulos fiscais porque atravessaram o período pandêmico sem maiores traumas econômicos e sociais. Esse tipo de preocupação em fortalecer a recuperação econômica pós-pandemia tem levado vários países a anunciarem pacotes de estímulo fiscal para os próximos anos, conforme destacado em OCDE (2020).

Sobre esse último ponto, vale esclarecer um equívoco muito comum no debate público, que é tratar os pacotes emergenciais de resposta à Covid-19, durante as duas etapas iniciais de contenção e mitigação da pandemia, como sinônimo de estímulo fiscal. As **medidas fiscais implementadas nas duas primeiras etapas de enfrentamento da pandemia devem ser melhor pensadas como uma resposta emergencial - cujos propósitos prioritários eram prevenir a disseminação do vírus, viabilizar o distanciamento social e depois mitigar os impactos sociais e econômicos da crise -, e não confundidas com medidas fiscais tradicionais de estímulo ao consumo e investimento para ampliar a demanda agregada e favorecer o crescimento econômico.** Um esforço de estímulo ao crescimento econômico sob tais circunstâncias seria não somente ineficaz, por este estar obstaculizado pelas restrições às atividades econômicas e sociais impostas pelo distanciamento social, como também contraproducente, ao encorajar a disseminação do vírus, que é justamente o contrário do que se propõe. Falar rigorosamente em medidas de estímulo fiscal para favorecer a recuperação econômica só faz sentido após o início da flexibilização das medidas de distanciamento social e retirada das principais restrições às atividades econômicas e sociais.

É por esses motivos que o esquema analítico reproduzido na figura 1 distingue uma terceira etapa, mais própria do período pós-controle da pandemia, quando a retirada das restrições abre o caminho para nova mudança de ênfase da política fiscal,

que passa a priorizar os pacotes fiscais de estímulo à recuperação econômica. Esse esquema mostra fases intermediárias para ilustrar a existência de períodos de sobreposição durante as transições entre cada uma das etapas.

Outra qualificação importante é que as transições não devem ser interpretadas de maneira unidirecional, por exemplo: as remoções das restrições às atividades sociais e econômicas tendem a se dar de maneira gradual, levando a uma fase intermediária entre a segunda e a terceira etapas, quando as medidas de contenção/mitigação da

pandemia são sobrepostas por medidas de estímulo fiscal, até o momento no qual estas últimas adquiram, de fato, proeminência. Essa fase intermediária pode ser mais ou menos duradoura, a depender do êxito de cada país no controle da pandemia, e está sujeita a retrocessos, como nos casos de flexibilizações malsucedidas e revertidas (retorno à segunda etapa). Em outras palavras, o esquema admite adaptações para se adequar às realidades específicas dos países e tem mais propósito de organização analítica do que de fornecer uma explicação rígida e universal.

Figura 1

### Etapas de enfrentamento e resposta da política fiscal à Covid-19



Fonte: Esquema analítico de OCDE (2020).  
Elaboração do autor.

Em relação à terceira etapa de enfrentamento à Covid-19, uma tônica comum aos pacotes de estímulo fiscal anunciados por boa parte dos países tem sido aproveitar a janela de oportunidade para conciliar o objetivo conjuntural de superação da crise econômica com objetivos estratégicos de médio e longo prazos (OCDE, 2020). A **natureza sem precedentes da tripla crise explicitou uma série de riscos (sanitários, econômicos, sociais e ambientais) aos quais as populações estão expostas e catalisou uma reflexão sobre maneiras de mitigá-los no futuro. Isso tem levado os países a orientarem seus pacotes fiscais na direção de ações de fortalecimento do sistema de saúde, de proteção social não convencional e de cadeias**

**produtivas estratégicas, além de ações que lidem com questões distributivas e outros riscos de longo prazo, como a crise climática.**

Obviamente, a transição para uma nova fase da política fiscal pós-pandemia com maior ênfase na superação da crise econômica e social não é nada trivial. A flexibilização das medidas restritivas não pode se dar de maneira rápida, pelo menos não antes de serem alcançadas as metas de vacinação em larga escala da população, sob o risco de levar a novo descontrole da crise sanitária. Tampouco a revisão das medidas fiscais emergenciais de suporte de renda, liquidez e crédito pode ser feita rapidamente, sob o risco de fragilizar ainda

mais a situação financeira das empresas e comprometer a capacidade da economia de se recuperar. Esse período de transição da política fiscal, que corresponde à fase intermediária entre a segunda e terceira etapas na figura 1, vai se caracterizar por um difícil dilema originado da necessidade de se balancear objetivos contraditórios: por um lado, prolongar determinadas medidas emergenciais e de distanciamento social, que limitam as atividades econômicas e sociais; e, por outro, introduzir novas medidas fiscais, flexibilizar restrições e estimular a recuperação econômica.

Se medidas fiscais pré-existentes devem coexistir por algum tempo com as novas medidas de estímulo, os tamanhos dos pacotes fiscais se avolumam e trazem à tona desafios fiscais. O período de enfrentamento da pandemia coincidiu com a escalada da dívida pública dos países, em função do efeito combinado da perda de receitas resultante da crise e dos custos dos pacotes fiscais. Contudo, uma precipitação de esforços de ajustes fiscais corre grande risco de se mostrar inconsistente em relação ao objetivo conjuntural de favorecer a recuperação econômica e aos objetivos estratégicos de promover inclusão social e sustentabilidade, além do risco de alcançar o resultado contrário, agravando a crise econômica e fiscal.

Para evitar incorrer tais riscos, os esforços de consolidação fiscal devem ser conduzidos de maneira cuidadosa e, salvo medidas muito pontuais, não devem vir tão cedo. É para chamar atenção a esse aspecto que a figura 1 destaca a quarta e última etapa da resposta à Covid-19, após a recuperação econômica criar condições para que o objetivo de consolidação fiscal assuma prioridade na orientação da política fiscal.

Nesse interim, **está em curso uma série de reflexões em torno da política macroe-**

**conômica mais geral e da política fiscal mais específica na era pós-pandemia. Um exemplo é a renovada ênfase sobre o papel do ativismo da política fiscal na estabilização do ciclo econômico, diante do atual contexto de taxas de juros muito baixas e afrouxamento monetário que restringe o espaço de ação da política monetária, assim como na promoção do crescimento inclusivo e sustentável. Outra reflexão importante se refere às fontes potenciais de arrecadação e aos desafios-chave da tributação relacionados à readequação das fontes de financiamento e do desenho da proteção social, à tributação da economia digital, ao resgate da progressividade tributária e ao suporte às estratégias de transição para uma economia de baixo carbono.**<sup>10</sup> Por fim, vale destacar a rediscussão das relações entre moeda e finanças públicas e de arranjos que suavizem os custos da dívida pública ao longo do tempo (monetização de *deficit*, redefinições das atribuições dos bancos centrais para absorver temporariamente títulos da dívida pública ou privada de maior maturidade, mudanças nas condições de financiamento pelos organismos multilaterais etc.).

É evidente que esses temas estão longe de alcançar consenso na academia e entre as autoridades políticas na arena internacional, mas refletem um debate mais amplo sobre gestão macroeconômica com quebra de antigos paradigmas e uma guinada na direção de maior pragmatismo para lidar com as condições extraordinárias do mundo atual. Curiosamente, o debate quase não encontra eco no Brasil. Um dos reflexos dessa lacuna é que as diretrizes e projeções orçamentárias oficiais para os próximos anos apontam que, logo após se encerrarem as medidas de resposta emergencial, será recomposto imediatamente um regime fiscal de elevada rigidez

10 . Para uma discussão mais aprofundada, ver Orair (2020).

e incapaz de absorver novas pressões de despesas do período pós-pandemia.<sup>11</sup>

Em termos do esquema analítico da figura 1, **a estratégia explícita do governo brasileiro é promover um salto direto da segunda etapa de contenção e mitigação da tripla crise para a última etapa de consolidação fiscal. Destoando, assim, das experiências de países que estão sinalizando que o pacote de estímulo fiscal será um pilar central do esforço de recuperação que tem como objetivo ser inclusivo e sustentável.**

A aposta de que será possível superar a crise econômica e social mediante abreviação do ajuste fiscal é bastante questionável, sobretudo no caso brasileiro, de pouco êxito em termos de controle da pandemia e de avanço lento da vacinação, amplificando-se as incertezas quanto ao tempo necessário para controlar a crise de saúde, as potenciais sequelas sobre o tecido econômico e social e os riscos de uma recuperação mais fraca. Sob tais condições desfavoráveis, torna-se muito mais arriscado prescindir da atuação mais decisiva da política fiscal.

## Referências

BRASIL. Ministério da Economia. **5º Relatório circunstanciado da situação fiscal e da execução orçamentária e financeira das medidas relacionadas à emergência de saúde pública**. Brasília: ME, 2020.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Tax and fiscal policy in response to the coronavirus crisis: strengthening confidence and resilience**. Paris: OCDE, 2020.

ORAIR, R. O. O futuro da tributação e a reforma tributária. *In*: GIAMBIAGI, F. (Org.) **O futuro do Brasil**. São Paulo: Atlas, 2020.

SANCHES, M.; CARDOMINGO, M.; CARVALHO, L. **Quão mais fundo poderia ter sido esse poço?** Analisando o efeito estabilizador do auxílio emergencial em 2020. São Paulo: Made/USP, 2021. (Nota de Política Econômica, n. 007).

---

11 . Mais precisamente, o projeto da LDO de 2022 encaminhado pelo Poder Executivo para o Congresso Nacional foi elaborado sob a premissa de que não haverá qualquer tipo de vazamento de despesas da pandemia para o triênio 2022-2024, de modo que as despesas primárias (em proporção do PIB) retomariam rapidamente patamares inferiores aos do imediato pré-pandemia (gráfico 1).

# 21 Gasto Público com Pessoal Ativo na Federação Brasileira entre 2002/2020

*Gabriel Junqueira<sup>1</sup>*

*Rodrigo Orair<sup>2</sup>*

## Resumo

As despesas com funcionalismo público são objeto de grande atenção em finanças públicas, e despertam fortes controvérsias. Visões muito distintas a respeito da importância desses gastos para a sociedade e seus impactos sobre os resultados fiscais, se somam a diferenças nas metodologias e indicadores, gerando confusão a respeito da realidade. Mesmo o debate acerca do nível e trajetória dos gastos com servidores ativos, relativamente simples e objetivo, se torna de difícil compreensão diante da existência de interpretações tão díspares no debate público.

De um lado, apesar de muito recorrentes no debate público, argumentos alarmistas de que os gastos com servidores ativos são muito altos, e que sua trajetória coloca sob risco de colapso as finanças públicas e compete com outras despesas relevantes para a prestação de serviços, carecem de estatísticas consistentes que corroborem tais afirmações.

De outro, ao utilizar série histórica consistente, com metodologia alinhada às melhores práticas internacionais, e indicador adequado à análise da evolução das despesas com pessoal ativo no governo geral,

é possível constatar que os números não evidenciam o cenário alarmista. Quando observada a trajetória dos salários e vencimentos do governo geral entre 2002 e 2020, os dados mostram que houve crescimento real, mas que tal elevação não foi inercial e não apresentou sinais de descontrole que apresente risco às finanças públicas. Este aumento absoluto representou acréscimo de menos de 1% em relação ao PIB, e de 3,7% da receita primária disponível, modesto para um país com a carência de serviços públicos como o Brasil.

Neste sentido, especialmente importante, é preciso destacar que a evolução dos gastos com pessoal ativo no período refletiu escolhas políticas legítimas em contexto democrático. Estas escolhas foram explicitadas na Constituição de 1988 e reforçadas eleitoralmente em momentos posteriores, especialmente na primeira década deste século, com grande relevância atribuída pela população às políticas de educação e saúde, dentre outras. Assim, o objetivo do presente trabalho é contribuir com este debate, ao explicitar a real situação das despesas com pessoal ativo, e avaliar se os dados trazem evidências de que representam risco para as finanças públicas.

1 Doutorando em Ciência Política na USP e mestre em Desenvolvimento Econômico pelo IE-Unicamp. AFFC do Tesouro Nacional.

2 Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Ipea. *E-mail*: <rodrigo.orair@ipea.gov.br>

## 1. Introdução

As despesas com funcionalismo público são objeto de grande atenção em finanças públicas, e despertam fortes controvérsias. Visões muito distintas a respeito da importância desses gastos para a sociedade e seus impactos sobre os resultados fiscais, se somam a diferenças nas metodologias e indicadores, gerando confusão a respeito da realidade. Mesmo o debate acerca do nível e trajetória dos gastos com servidores ativos, relativamente simples e objetivo, se torna de difícil compreensão diante da existência de interpretações tão díspares no debate público. De um lado, argumentos que supostamente os gastos são altos e crescentes e, portanto, colocam em risco as finanças e a prestação de serviços públicos. De outro, diagnósticos de estabilidade desses dispêndios e sua relevância para a provisão de políticas públicas. O objetivo do presente trabalho é contribuir com este debate, ao explicitar a real situação das despesas com pessoal ativo, e avaliar se os dados trazem evidências de que representam risco para as finanças públicas.

Para tanto, o artigo está organizado da seguinte forma: em primeiro lugar, serão expostos os principais argumentos utilizados para sustentar a suposta evidência de que tais gastos ameaçam a capacidade financeira do Estado, as fontes de dados e indicadores utilizadas para embasar tais conclusões. Segundo, dada a existência de diferentes metodologias e conceitos de despesas com funcionalismo, propõe-se uma apresentação das bases disponíveis para o governo geral, assim como uma breve reflexão sobre alguns dos principais aspectos metodológicos que fundamentam essas estatísticas. A partir deste detalhamento, será apontada a série e o indicador mais adequado para a análise do nível

e evolução dos gastos com pessoal ativo. Em seguida, é feita uma descrição desses dados por esfera da federação, buscando, com estatísticas adequadas, demonstrar a real evolução das despesas, e avaliar se há evidências de que representa risco às finanças públicas e a à prestação de serviços públicos. O foco do trabalho será o período 2002-2020, para o qual é possível construir série consistente de gastos com funcionalismo das três esferas da administração pública brasileira.

## 2. O Diagnóstico do “Risco de Colapso”: argumentos, fontes e indicadores

O debate sobre as despesas com funcionalismo é extenso, e não é o objetivo deste trabalho recuperar toda a literatura sobre o tema. Nesta seção, busca-se somente focar nas seguintes questões: qual o nível do gasto com pessoal? Qual foi sua trajetória no passado recente? São questões que, apesar de simples, estão sujeitas a distintas interpretações, muitas vezes por estarem fundamentadas em distintas metodologias e conceitos de despesa. Nesse sentido, busca-se aqui resumir e destacar os principais argumentos e dados utilizados nos trabalhos que identificam risco significativo no nível e trajetória de gastos com servidores e, deste modo, defendem ampla redução de salários reais e empregos públicos.

Exemplo ilustrativo deste diagnóstico pode ser encontrado na mensagem de apresentação ao Congresso da PEC 32/2020<sup>3</sup>, que apresenta a afirmação alarmista de que o país enfrenta “o desafio de evitar um duplo colapso: na prestação de serviços para a população e no orçamento público”, por ser o Estado excessivamente custoso:

---

3 Vale lembrar que que as mesmas justificativas já foram usadas antes para sustentar a reforma da previdência de 2019 (EC 09/2019) e para tentar sustentar as PECs 186, 187 e 188, de 2019.

*“Em relação ao terceiro eixo utilizado para a construção da proposta de Emenda à Constituição, relativo à necessidade de garantir condições orçamentárias e financeiras para a existência do Estado e para a prestação de serviços públicos de qualidade, busca-se, inicialmente, que o país possa contar com mecanismos de melhor gestão do gasto público com pessoal, considerando que esse gasto representa a segunda maior despesa da União, atrás apenas da Previdência” (p. 19)*

Estudos do Banco Mundial são mencionados na Exposição de Motivos da PEC 32/2020, e apresentam diagnóstico que a folha de pagamento e a previdência social são responsáveis por aumentar a rigidez do orçamento e reduzir espaço para outras despesas (Banco Mundial, 2017). No trabalho “Gestão de pessoas e folha de pagamentos no setor público brasileiro” (Banco Mundial, 2019), o argumento central é que a Emenda Constitucional nº 95/2016 (EC 95/2016), do teto de gastos, impõe limites ao crescimento real das despesas primárias, e que, como a despesa com pessoal federal apresentou aumento real entre 2008 e 2018 e se consolidou como o segundo maior grupo do gasto primário, precisa ser reduzida para evitar a compressão de outros componentes da despesa.

Quanto aos governos estaduais, destacam as dificuldades financeiras enfrentadas por diversos entes da federação até 2019, especialmente o caso de 7 entes que decretaram calamidade financeira, como evidência de que as “contas públicas chegaram a um limite e que é necessário (...) voltar a uma situação de equilíbrio fiscal” (Banco Mundial, 2019; p.50). Além disso, ressaltam que diversos estados atrasaram pagamento de servidores efetivos ou terceirizados, e que isto se dá pelo alto comprometimento da receita corrente líquida (RCL) com as despesas com pessoal. Tam-

bém no caso dos estados, defendem que esses gastos reduzem a capacidade de realização de outras despesas, como investimentos e outras despesas correntes. Vale ressaltar que o escopo de análise do estudo citado está restrito ao governo federal e 7 estados, não se propondo a compreender a situação do conjunto das esferas estadual e municipal.

Para sustentar os argumentos, o Banco Mundial (2019) utiliza-se de diferentes fontes de dados e conceitos de despesa com servidores. Em um primeiro momento, apresenta dados do Atlas do Estado brasileiro (IPEA, 2018), que estima o gasto com pessoal ativo em 10% do PIB para o ano de 2017. Posteriormente, se vale das Estatísticas Fiscais do Governo Geral (EFGG), da STN, e destaca o indicador de despesas com salários e vencimentos, também relativa aos servidores ativos e calculada em 10% do PIB para o exercício de 2018. Por outro lado, quando realiza o estudo detalhado do governo federal, apresenta dados do Resultado do Tesouro Nacional (RTN) para o conceito de despesas com pessoal e encargos, que engloba ativos e inativos, estimado em 4,3% do PIB, em 2018, com crescimento real médio de 2,9% ao ano entre 2008 e 2018. Em seguida, torna a se valer das EFGG e apresenta despesa com ativos do governo central de 2,38% do PIB, em 2018. No caso dos estados, porém, não apresentam série de dados agregados dos 26 estados e DF, que permita fundamentar um diagnóstico acerca da evolução e do volume atual de despesas com servidores ativos nessa esfera de governo.

Outro estudo representativo desta visão que fundamenta os diagnósticos e propostas da PEC 32/2020 é o de Karpowicz and Soto (2018), que, em a publicação do FMI, afirmam que a folha de salários do setor público brasileiro apresenta crescimento inercial e compete com outros itens de despesa. Para as autoras, readequar o tamanho dessa folha seria importante, prin-

principalmente para o governo federal cumprir o teto de gastos, além de contribuir para melhoria da gestão pública e maior equidade. Ademais, argumentam que uma reforma deveria contemplar as três esferas de governo, reduzindo salários reais e nível de emprego público. Essencialmente, o argumento apresentado é que o cumprimento do teto de gastos exige revisão da tendência histórica de crescimento real, e que, nos governos subnacionais, a contenção dessas despesas é necessária para o cumprimento do limite de 60% da receita corrente líquida (RCL) contido na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

Neste trabalho, o dado de crescimento anual médio de 4%, em termos reais, na folha de pagamentos do governo federal entre 2000 e 2016 é obtido na base do RTN, a partir do indicador de pessoal e encargos sociais. Como alertado anteriormente, esse conceito se refere ao conjunto dos gastos com servidores ativos e inativos. Por outro lado, ao se valer de dados da base *Government Finance Statistics* (GFS/FMI) (oriundos das EFGG), reconhecem que o alegado crescimento real das despesas do governo federal não resultou em aumento do gasto como proporção do PIB, e que o crescimento de 1% do PIB registrado no governo geral no período 2010-2016 é explicado pelos gastos de estados e municípios (agregados na apresentação dos autores).

Pelo exposto, fica claro que os principais argumentos que fundamentam as propostas que defendem a necessidade de redução das despesas com funcionalismo público são: que constituem o segundo maior grupo de gastos do Estado brasileiro e, portanto, dificultam o cumprimento das regras fiscais (teto de gastos e limites de pessoal da LRF), e reduzem o espaço para as outras despesas, inclusive precarizando serviços públicos e colocando em risco o controle das finanças públicas.

As bases e conceitos de gastos com pessoal utilizados para sustentar esses argu-

mentos, porém, são variadas e, por vezes, confundem e, nem sempre, corroboram as ideias defendidas. Os dados utilizados para apontar o suposto crescimento inercial e perigoso dos gastos incluem ativos e inativos, e não contemplam as três esferas de governo em metodologia consistente. Além disso, as estatísticas apresentadas que seguem o padrão metodológico internacional, harmonizado com o Sistema de Contas Nacionais, evidenciam estabilidade das despesas como proporção do PIB nos governos central e estadual, e crescimento modesto no caso dos municípios.

Neste contexto, um primeiro passo para esclarecer o debate acerca do nível e trajetória das despesas, é entender qual série é a mais adequada e consistente para a análise do gasto com pessoal ativo na federação brasileira. Para tanto, é fundamental compreender melhor as fontes de dados que disponibilizam estatísticas para o governo geral, e suas principais características. É exatamente este o propósito da próxima seção.

### **3. Fontes de Dados das Despesas com Pessoal no Governo Geral**

A apuração das despesas públicas passa, primeiramente, pelo estabelecimento de critérios contábeis e econômicos que guiam a definição dos itens a serem incluídos no cômputo dos agregados de interesse, e como estes devem ser mensurados. A definição destes arcabouços metodológicos, por sua vez, está diretamente relacionada aos objetivos desejados com a utilização dos dados, tendo em vista que diferentes propósitos devem estar acompanhados de conceitos e mensurações que apresentem relação estreita com os fenômenos sociais e econômicos que desejam analisar. Assim, dada a existência de variedade de bases e indicadores relativos a despesas com pessoal, é importante explicitar as diferentes metodologias e conceitos a que se referem.

O impacto desta falta de uniformidade



nas nomenclaturas e dados sobre a transparência é explorado por Gonçalves (2019), que destaca como a profusão de números e informações que não convergem causa ruídos. O autor explora, sob o ponto de vista da teoria da comunicação, publicações da STN com distintas abrangências: o Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais (BFES), que contempla estados e municípios (e não conta com dados para a totalidade dos governos locais), as EFGG, com informações das três esferas, e o RTN, para o governo central.

A presente seção amplia esta exposição comparativa dos dados, ao explorar, sob a ótica econômica, as fontes que disponibilizam estatísticas fiscais acima da linha do governo geral – isto é, do conjunto das três esferas da administração pública brasileira: (i) o Balanço do Setor Público Nacional (BSPN); (ii) as Estatísticas Fiscais do Governo Geral (EFGG); e (iii) Gobetti e Orair (2017). A seguir será feita uma breve apresentação de cada uma dessas fontes, destacando seus principais objetivos, características metodológicas e pertinência para o propósito do presente trabalho.

### 3.1 - O Balanço do Setor Público Nacional (BSPN)

A publicação do BSPN é uma determinação da Lei Complementar nº 101/2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em seu Art. 51, que estabelece que a União é responsável por promover e divulgar “até o dia trinta de junho, a consolidação, nacional e por esfera de governo, das contas dos entes da Federação relativas ao exercício anterior”. Para compilar essa consolidação, a STN utiliza as Declarações de Contas Anuais (DCA), elaboradas em conformidade com a Lei 4.320/1964, a LRF e o Manual de Contabilidade Aplicado ao Setor Público (MCASP). Assim, esses dados são

formatados com o objetivo de monitorar a execução do orçamento público brasileiro, e sua metodologia, isto é, a definição dos conceitos e técnicas de mensuração, está definida no arcabouço das instituições fiscais e contábeis brasileiras.

No que se refere à apuração dos gastos com funcionalismo, o conceito utilizado é o de “Pessoal e encargos sociais”, que corresponde aos fluxos de execução orçamentária registrados no Grupo de Natureza de Despesa (GND) 1, que agrega despesas com servidores ativos, inativos e contribuições sociais patronais. Por outro lado, dado que está fundamentado em classificação de base institucional, que visa verificar o cumprimento dos limites legais da LRF, este conceito deixa de considerar outros gastos de caráter remuneratório sob uma ótica econômica, mas que na contabilidade pública brasileira são classificados no GND 3 (Outras Despesas Correntes), como auxílios alimentação e transporte, despesas de pessoal decorrentes de contratos de terceirização, auxílios financeiros a estudantes e pesquisadores, dentre outros.

Além disso, alguns desafios se colocam para o uso desta base na análise do nível e trajetória das despesas com pessoal. Em primeiro lugar, dado o prazo legal para a publicação dos dados, e o fato de que nem todos os entes entregam suas declarações em tempo hábil, a proporção do universo de estados, DF e municípios que compõe esta publicação varia ao longo do tempo. Como ilustração, a STN (2021a)<sup>4</sup> mostra que, desde 2015, a quantidade de estados e distrito federal que compõem a publicação variou entre 27 (a totalidade) e 24 (89% dos entes esfera da intermediária de governo), enquanto a cobertura de municípios oscilou entre um mínimo de 77% (4.307 municípios), em 2016, e máximo de 93% (5.174 municípios), em 2017. É certo, por ou-

4 STN (2021a). Balanço do Setor Público Nacional em Foco, 2021, Ano base 2020.

tro lado, que geralmente os entes que não entregam suas declarações no prazo legal são os estados e municípios de menor porte, e que, portanto, a representatividade dos dados em termos de proporção do total da receita e despesa públicas é maior que os valores citados anteriormente. De qualquer modo, o que fica claro é que a variação na amostra de entes contemplados constitui um desafio adicional para a obtenção de uma série histórica consistente para a análise das despesas com funcionalismo no Brasil. Ademais, vale mencionar que, uma vez sendo construída a partir da declaração dos entes subnacionais, esses dados estão sujeitos a diferentes registros em desacordo com os princípios metodológicos da contabilidade pública brasileira, por vezes associados a estratégias para o cumprimento dos limites legais da LRF. Assim, mesmo os dados registrados pelos entes subnacionais no GND 1 podem estar subestimados, em alguns casos.

### **3.2 - As Estatísticas Fiscais do Governo Geral (EFGG)**

Por sua vez, os dados das EFGG (STN, 2021) se baseiam na metodologia do Manual de Estatísticas de Finanças Públicas de 2014 (FMI, 2014), padrão internacional harmonizado com o Sistema de Contas Nacionais de 2008 (ONU, 2009). Estruturadas a partir de cooperação técnica com instituições de excelência na produção de estatísticas econômicas, como o IBGE e o IPEA, seu objetivo central é compilar agregados sob a ótica econômica, que permitam a comparação entre países, e uma análise mais precisa das relações entre as variáveis fiscais e macroeconômicas. Além disso, são construídas de forma a integrar fluxos e estoques, e, portanto, possibilitarem avaliações mais adequadas a respeito do patrimônio do Estado e a sustentabilidade das finanças públicas.

Este esforço, feito como parte de um conjunto mais amplo de iniciativas de melhoria

nas estatísticas econômicas, no âmbito do G-20 (*Data Gaps Initiative*), colocou o Brasil no grupo dos países mais avançados na publicação de estatísticas de finanças públicas, como reconhecido pelo FMI (2017) em seu relatório de transparência fiscal. As principais fontes primárias utilizadas para a compilação das estatísticas do governo geral são o Sistema de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI), para o governo central, as DCA para os entes subnacionais e, mais recentemente, a Matriz de Saldos Contábeis (MSC), no caso dos governos estaduais.

Apesar de, no caso dos estados e municípios, grande parte das fontes primárias serem similares às que fundamentam o BSPN, nas EFGG a classificação dos itens da despesa segue uma ótica econômica e, portanto, não é guiada unicamente pelo GND, mas também pelos registros mais detalhados da despesa, como elemento e subelemento. Neste sentido, apresenta série com dados desagregados para as despesas com pessoal ativo (remuneração de empregados, que inclui os salários e vencimentos e as contribuições patronais para a previdência dos servidores) e inativos (benefícios sociais do empregador), e ainda inclui itens de caráter remuneratório classificados como GND 3 de acordo com a contabilidade pública brasileira.

Além disso, como mencionado anteriormente, parte relevante dos dados de estados e municípios é de caráter declaratório e nem sempre apresenta metodologia de registros padronizada em todos os entes. Para superar este problema e obter série mais consistente, são realizadas reclassificações de itens da despesa a partir da pesquisa a portais de transparência dos entes subnacionais, nos quais, em alguns casos, é possível obter dados ainda mais detalhados. Ademais, nas EFGG são utilizadas técnicas de imputação de dados faltantes dos municípios, seguindo metodologia de Orair *et al* (2011), que permite superar o proble-

ma da variação da amostra de municípios contemplados na base, e, assim, construir série histórica mais consistente, pois comparável ao longo do tempo.

Assim, um desafio para o estudo da evolução das despesas com funcionalismo a partir das EFGG é que a série está disponível para o período 2010-2020, o que restringe a possibilidade de entendimento da trajetória desses gastos a um horizonte relativamente curto.

### 3.3 - O Trabalho de Gobetti e Orair (2017)

Neste contexto, as estimativas de Gobetti e Orair (2017) para o período 2002-2015 contribuem decisivamente para o debate da política de pessoal das administrações públicas, pois realizam esforço intenso para superar os principais desafios nas fontes primárias e adequar sua série de dados ao arcabouço metodológico do FMI (2014). Portanto, constituem fonte consistente para o debate em questão, iniciando em 2002, e podem ser encadeadas às EFGG para a construção de uma série adequada para a análise das despesas com pessoal ativo. Por outro lado, apresentam algumas diferenças nas estimativas das remunerações que merecem ser exploradas, principalmente nas contribuições sociais.

Segundo o Manual de Estatísticas de Finanças Públicas de 2014, as remunerações de empregados são compostas por dois itens: salários e vencimentos; e contribuições sociais. O primeiro se refere ao pagamento efetuado pelos governos a seus empregados em troca do trabalho realizado, e deve incluir bônus por resultados, adicionais especiais (por trabalho noturno

ou perigoso, por exemplo) e pagamentos suplementares regulares (como auxílios moradia, transporte, etc.). As contribuições sociais, diferentemente, são dispêndios públicos a sistemas de seguridades social, fundos previdenciários relacionados ao emprego público e outros sistemas de seguro social relacionados ao emprego, que garantem aos seus empregados direitos de receber pagamentos futuros na forma de aposentadorias, pensões e/ou outros benefícios sociais.

No caso das contribuições sociais de empregadores, pagas pelos governos a seus funcionários, a metodologia estabelece que os fluxos devem ser registrados e não consolidados, mesmo que destinados a fundos de previdência públicos já contidos na abrangência dos governos, como os Regimes Próprios de Previdência dos Servidores Públicos (RPPS)<sup>5</sup>. Assim, as EFGG brasileiras incluem fluxos intra-orçamentários (identificados pela modalidade de aplicação 91 na contabilidade pública brasileira) no item relativo às contribuições sociais de empregadores. Além disso, o Manual de Estatísticas de Finanças Públicas do FMI orienta a inclusão, pelo regime de competência, de contribuições de empregadores imputadas. No Brasil, as EFGG incluem *proxy* que estima essa imputação para o governo central<sup>6</sup>.

Entretanto, os dados de Gobetti e Orair (2017) não incluem nas estatísticas de despesa com pessoal ativo as contribuições intraorçamentárias e as imputadas. Isto é justificado pelos autores, pois, como exposto em Pires, Gobetti e Orair (2020), tanto as contribuições imputadas quanto as intra-orçamentárias podem trazer mais di-

5 Dado que o principal objetivo deste artigo é a discussão da política administrativa, não será apresentada aqui uma discussão aprofundada acerca das razões conceituais que fundamentam a metodologia de registro dos sistemas de previdência dos governos. Para maiores detalhes, ver FMI (2014), Capítulos 3, 6 e Apêndice 2.

6 Estimada pelo IBGE, "corresponde à diferença entre os benefícios sociais pagos pela administração pública diretamente aos seus servidores (RPPS) e as contribuições recebidas", conforme apresentado em nota de rodapé das tabelas dos demonstrativos de receitas das EFGG (STN, 2021).

ficuldades do que benefícios para a análise das despesas com funcionalismo no Brasil. No primeiro caso, destacam as dificuldades operacionais no cálculo atuarial relacionado a este agregado, e apontam que a *proxy* utilizada nas EFGG é imperfeita, pois fundamentada no déficit corrente do RPPS, isto é, no regime de caixa. No segundo caso, alertam para o caráter meramente contábil dos fluxos intra-orçamentários, assim como para descontinuidades e falta de padronização neste tipo de registro, especialmente no caso dos governos subnacionais. Além disso, questionam a inclusão dessas despesas enquanto indicador adequado de análise da política fiscal, tendo em vista que podem levar a conclusões equivocadas na comparação de entes que, de um lado, promovem reformas previdenciárias e, portanto, aumentam seus repasses contábeis para fundos previdenciários, com outros que não adotam medidas para reduzir o déficit atuarial do RPPS, e, por isso, aparecem com despesas inferiores.

Neste contexto, mesmo destacando os avanços que as EFGG promovem no sentido de aproximar o país das melhores práticas internacionais, fundamentadas na harmonização com o SCN 2008 e na mensuração dos fluxos pelo regime de competência, ressalta-se que a série mais adequada para a análise das despesas com pessoal ativo deve desconsiderar as contribuições de empregadores, especialmente as intra-orçamentárias e as imputadas, pois: (i) estão intrinsecamente relacionadas ao debate previdenciário; (ii) são fluxos de caráter contábil ou imputado, que não afetam o resultado fiscal corrente de caixa; (iii) estão sujeitas a desafios significativos de mensuração e fontes primárias com sé-

ries consistentes; e (iv) ao se fundamentar no regime de caixa e refletir arranjos institucionais variados, podem não refletir de maneira adequada e precisa os conceitos econômicos que buscam captar.

Este trabalho se concentrará sobre os gastos efetivamente realizados com pessoal ativo, e, para tanto, o indicador salários e vencimentos constitui a variável de maior interesse, uma vez que se refere à compensação pelo trabalho prestado, e, portanto, aos gastos diretamente relacionados à provisão de serviços públicos e à manutenção da Administração. Mesmo as contribuições sociais efetivas, destinadas a entidades fechadas de previdência, por exemplo, são desconsideradas, por estarem relacionadas mais diretamente à política previdenciária dos servidores. Não se pretende argumentar com isso que as contribuições sociais do empregador sejam irrelevantes do ponto de vista fiscal, ou no que se refere ao custo do trabalho no serviço público, ou ainda que estejam erradas do ponto de vista conceitual e metodológico. Busca-se somente destacar que devem ser tratadas de forma separada e com cautela, considerando as dificuldades técnicas e as especificidades e complexidade do tema.<sup>7</sup>

Ademais, é importante destacar que as EFGG possibilitam a obtenção destes indicadores com facilidade, tendo em vista que apresentam, de forma amigável aos usuários, tabelas com os detalhamentos necessários para que cada analista utilize o conceito que considera mais apropriado a seu escopo de estudo.

É neste contexto que a seção seguinte se fundamenta, dedicando atenção específica à evolução dos salários e vencimentos en-

---

7 Neste sentido, vale ressaltar que mesmo na exposição de motivos da PEC 32/2020, o regime de previdência dos servidores públicos é tratado como uma discussão à parte das medidas relacionadas aos gastos com servidores ativos, ao afirmar que, "[c]om a aprovação da Emenda à Constituição n.º 103, de 12 de novembro de 2019, que altera o sistema de previdência social e estabelece regras de transição e disposições transitórias", os regimes de previdência social dos servidores públicos vão ser equacionados".

tre 2002 e 2020, a partir do encadeamento das séries de Gobetti e Orair (2017), para os anos de 2002 a 2009, e da EFGG/STN, para o período 2010-2020.

#### 4. Despesas com Pessoal Ativo nas Três Esferas da Federação Brasileira

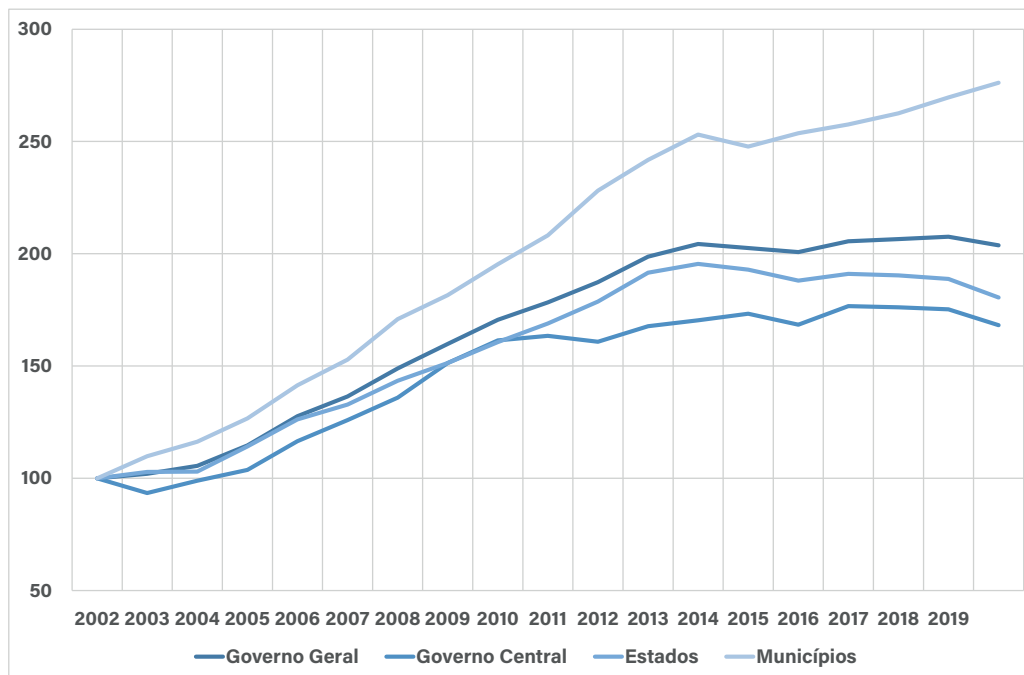
A seguir, será apresentada a trajetória das despesas com salários e vencimentos nas três esferas da federação, e no conjunto do governo geral, no período 2002-2020. Para tanto, serão utilizados três indicadores: (i) crescimento real dos gastos; (ii) despesas em relação ao PIB, e (iii) gastos como proporção da receita primária disponível (líquida de transferências)<sup>8</sup>.

##### 4.1 - Crescimento real dos gastos com pessoal

Quando observamos, no Gráfico 1, a série do índice das despesas com salários, a

preços de 2020 atualizadas pelo IPCA, é possível constatar que houve crescimento real dos gastos nas três esferas, muito embora esse comportamento tenha sido significativamente distinto entre elas. Para o conjunto do governo geral, nos 19 anos da série o aumento foi de 4% anual (104% no total), enquanto no governo central o acréscimo foi de 2,9% ao ano (68% ao longo de todo o período). Nos governos subnacionais, o crescimento foi de 3,3% anuais nos estados (81% de 2002 a 2020) e 5,8% nos municípios (aumento de 176% no acumulado). É interessante notar também que, em 2020, a despesa do governo central em termos reais voltou ao patamar de 2013. No mesmo período os estados reduziram esse montante em 5,8%, e somente os municípios retomaram trajetória ascendente de despesas com salários após uma breve interrupção em 2014.

**Gráfico 1. Despesas com salários do governo geral, 2002-2020, a preços de 2020 (IPCA/IBGE) índice base 100 = 2002**



Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

8 As tabelas completas com os valores apresentados nesta seção estão detalhadas nos Anexos 1, 2 e 3, respectivamente.

Com o auxílio da Tabela 1, fica claro que tais comportamentos são distintos de acordo com a esfera da federação e o período considerado. Somente nos governos locais houve aumento desses gastos em todos os recortes temporais. Em termos gerais, vale

destacar ainda que, no conjunto das administrações públicas, de 2002 a 2014 houve crescimento real anual, e que desde 2015 são registradas taxas anuais médias negativas ou baixas.

**Tabela 1. Crescimento real anual médio das despesas com salários e vencimentos, por esfera de governo (atualizados pelo IPCA/IBGE)**

	2002-2006	2006-2010	2010-2014	2014-2016	2016-2018	2018-2020
<b>Governo Geral</b>	6,3%	7,5%	4,6%	-0,9%	1,4%	-0,7%
<b>Governo Central</b>	3,9%	8,5%	1,4%	-0,6%	2,3%	-2,3%
<b>Estados</b>	6,0%	6,2%	5,0%	-1,9%	0,6%	-2,6%
<b>Municípios</b>	9,0%	8,4%	6,7%	0,1%	1,7%	2,6%

Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

Dedicando maior atenção à evolução real dos gastos em cada nível de governo, é possível notar que o governo central apresentou crescimento real de 2002 a 2014, sendo que, desde 2010 tais aumentos se tornaram pouco significativos, com taxas ora positivas, ora negativas. Nos governos estaduais ocorre ciclo de crescimento anual da ordem de 5% a 6% até 2014, seguido de um período de retração (nos anos de 2015 e 2016) e outro de relativa estabilidade (nos exercícios de 2017 e 2018). Nesse caso, entretanto, a redução das despesas com salários a partir de 2019 é mais intensa que a União, e levou os gastos a patamar próximo ao observado no ano de 2012, em termos reais. Os municípios se comportaram de maneira distinta das outras esferas de governo, e mantiveram crescimento positivo em quase todos os períodos destacados, a exceção dos anos de 2015 e 2016, quando a taxa média de 0,1% indica estabilidade dos gastos com salários. Essa discrepância fica mais evidente nos últimos anos, tendo os governos locais apresentado aumento real das despesas.

Assim, os dados das despesas em termos reais não apresentam evidência de crescimento inercial ou descontrolado, que apresente risco às finanças públicas. Também é difícil argumentar que constituíram restrição à execução de serviços públicos, pois

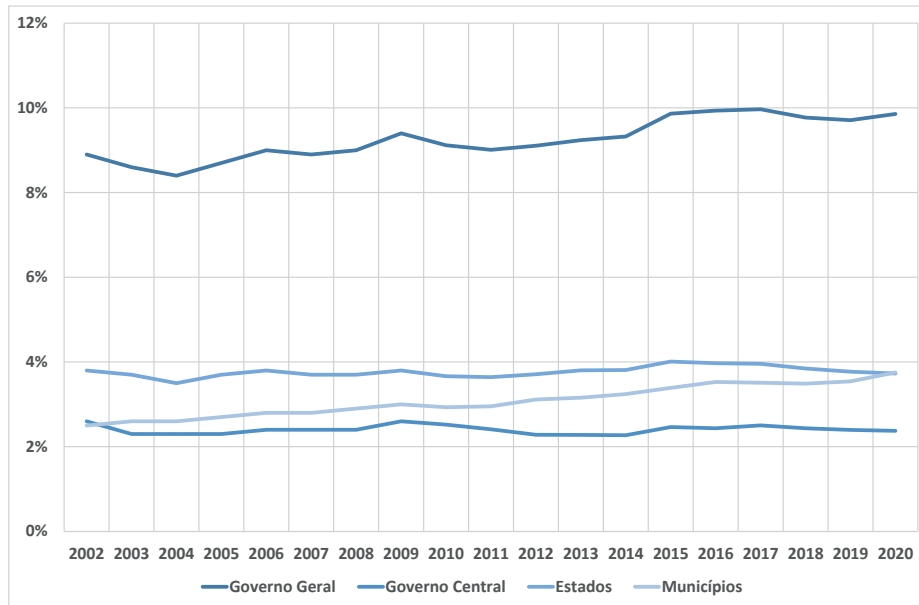
os dados deixam claro que o maior crescimento real das despesas ocorreu na esfera local, justamente a principal responsável pela execução de serviços diretos à população, como educação e saúde básicas, por exemplo. Nesses casos, parece difícil imaginar que tais serviços possam ser prestados sem pessoal na quantidade adequada e com remuneração compatível com as responsabilidades.

A evolução das despesas em termos reais é importante, pois nos permite ter clareza da evolução dos gastos em termos absolutos, descontados os efeitos da inflação. Por outro lado, para melhor compreensão da evolução dos mesmos como proporção da capacidade de geração de riquezas na sociedade, é mais necessário confrontar esses dados com o PIB.

#### **4.2 - Despesas de pessoal em relação ao PIB**

Esses dados, expostos no Gráfico 1, apontam para um crescimento modesto nas despesas do governo geral de 0,96% do PIB no período de 19 anos coberto pela série, o que em hipótese alguma caracteriza trajetória descontrolada ou explosiva, que apresente risco de colapso aos orçamentos públicos, ou que constitua forte estrangulamento à realização de outros tipos de despesas.

**Gráfico 2. Despesas com salários do governo geral, 2002-2020 (em % do PIB)**



Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

É interessante notar que esta trajetória não se deu de forma linear, com aumentos contínuos dos gastos com funcionalismo ativo em relação ao PIB. Ao contrário, seu crescimento, mesmo que modesto, sempre foi sucedido de períodos de queda e/ou estabilidade da relação salários/PIB. Além disso, vale ressaltar a relativa estabilidade do gasto após 2014, mesmo diante da crise econômica. Isto é, apesar do efeito da queda do PIB sobre o denominador desta razão, o indicador não apresentou trajetória ascendente nos anos seguintes. Isto indica que os dados não trazem evidências de crescimento inercial ou descontrole nessas despesas, e que sua trajetória foi compatível com a evolução do crescimento da economia brasileira.

A trajetória dos gastos com salários do governo geral, entretanto, pode esconder diferenças relevantes entre as esferas da federação. A série do governo central deixa claro que a União reduziu o gasto com funcionalismo ativo em 0,22% do PIB no período. De modo semelhante ao observado

no conjunto das administrações públicas, a trajetória do gasto do governo central com salários é composta por alternâncias de movimentos de diminuição (2002-2004, 2010-2014 e 2018-2020) e aumentos (2005-2009, 2015-2017). Assim, também neste caso não há evidências de crescimento inercial ou explosivo, pelo contrário, a União foi capaz de controlar as despesas com salários e vencimentos por todo o período, sem a necessidade de medidas draconianas de redução nos salários do funcionalismo ativo. Além disso, a partir dos dados não é possível sustentar que tal evolução representou constrangimento a outros tipos de gasto do governo central.

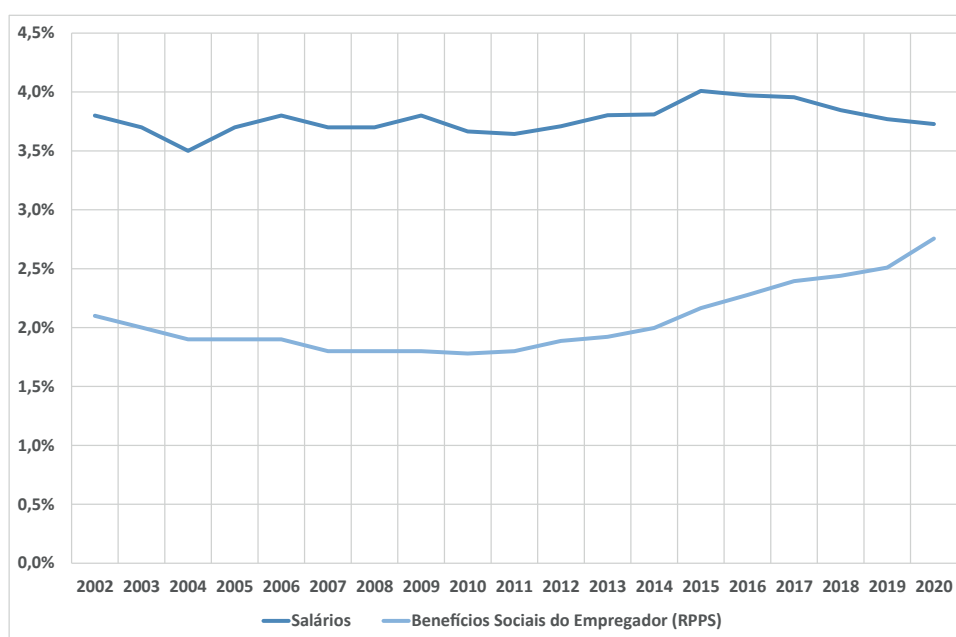
O caso dos governos estaduais apresenta evolução semelhante aos gastos do governo central no período, porém encerrando o período com relativa estabilidade nas despesas: redução de 0,07% do PIB entre 2002 e 2020. Por outro lado, dada a restrição ao endividamento a que estão sujeitos os entes subnacionais, o crescimento de gastos de 0,37% do PIB entre 2011 e 2015 em um

contexto de significativos desafios na evolução das receitas<sup>9</sup>, trouxe problemas de caixa para alguns estados, notadamente RJ, MG e RS, que incorreram no atraso de pagamentos de servidores, fornecedores e credores, e pressionaram por acordos de renegociação das dívidas com a União.

Mesmo nesses casos, parece razoável argumentar que os gastos com servidores ativos não foi o único ou o principal item explicativo do crescimento das despesas primárias (ver Gráfico 2), tendo em vista o aumento significativo dos gastos com apo-

sentadorias e pensões e o fato de que os estados que enfrentaram as maiores crises financeiras foram justamente os que apresentam maior proporção de gastos com inativos em relação às receitas<sup>10</sup>. Além disso, a evolução destes dois itens das despesas nos anos seguintes, de 2015 até 2020, deixam claro que as despesas com salários puderam ser controladas em prazo relativamente reduzido, enquanto os gastos com aposentadorias e pensões, esses sim apresentaram crescimento contínuo e menos sujeitos ao controle das autoridades fiscais no curto prazo.

**Gráfico 3. Despesas com salários e benefícios sociais do empregador dos governos estaduais, 2002-2020 (em % do PIB)**



Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

Por sua vez, as despesas com salários nos governos municipais explicam o crescimento desse componente do gasto do governo geral entre 2002 e 2020. O crescimento de 1,25% do PIB, neste caso, é resultado de trajetória ascendente durante qua-

se todo o período, e seu crescimento em 2020, após 4 anos de estabilidade, indicam efeito combinado da emergência sanitária da pandemia da Covid-19 sobre a demanda por profissionais de saúde e da queda do PIB.

9 Como ilustração, entre 2010 e 2015, a principal receita dos estados e DF, o ICMS, decresceu em 0,3% do PIB, de 6,9% para 6,6% do PIB, de acordo com dados das EFGG/STN.

10 Com dados de Santos et al. (2017) e do Siconfi para o ano de 2016, estima-se que os quatro estados com maior relação despesa com inativos/RCL são: RS (39%), MG (34,8%), RJ (33,1%) e RN (31,4%).



Neste sentido, é preciso destacar que os governos locais são prestadores de serviços básicos à população, e que assumiram atribuições crescentes com o processo de descentralização da execução dos gastos e serviços em áreas fundamentais do Estado brasileiro (tanto na Constituição de 1988 como na reestruturação das políticas de saúde e educação da segunda metade da década de noventa). Além disso, é fundamental ressaltar que a esfera municipal, responsável pela totalidade do crescimento do gasto com pessoal ativo como proporção do PIB, é a que apresenta médias salariais abaixo do setor privado nas diversas metodologias de comparação disponíveis na literatura. Neste sentido, mesmo com a trajetória ascendente e o crescimento observado no período, a evolução dos gastos não foi explosiva ou fora

de controle, está diretamente relacionada às opções políticas em contexto democrático (e, portanto, legítimas) a respeito da construção do Estado social brasileiro, e não há evidência de que traga riscos de colapso às finanças públicas municipais.

### 4.3 – Gastos de pessoal como proporção da receita primária disponível

Por fim, é importante ainda confrontar as despesas com salários com as receitas primárias disponíveis<sup>11</sup> (líquidas de transferências realizadas para outras esferas de governo), pois este indicador é capaz de captar com maior precisão se essas despesas são compatíveis com a capacidade de geração de receitas do Estado, e, conseqüentemente, se de fato pressionam o endividamento público de forma significativa.

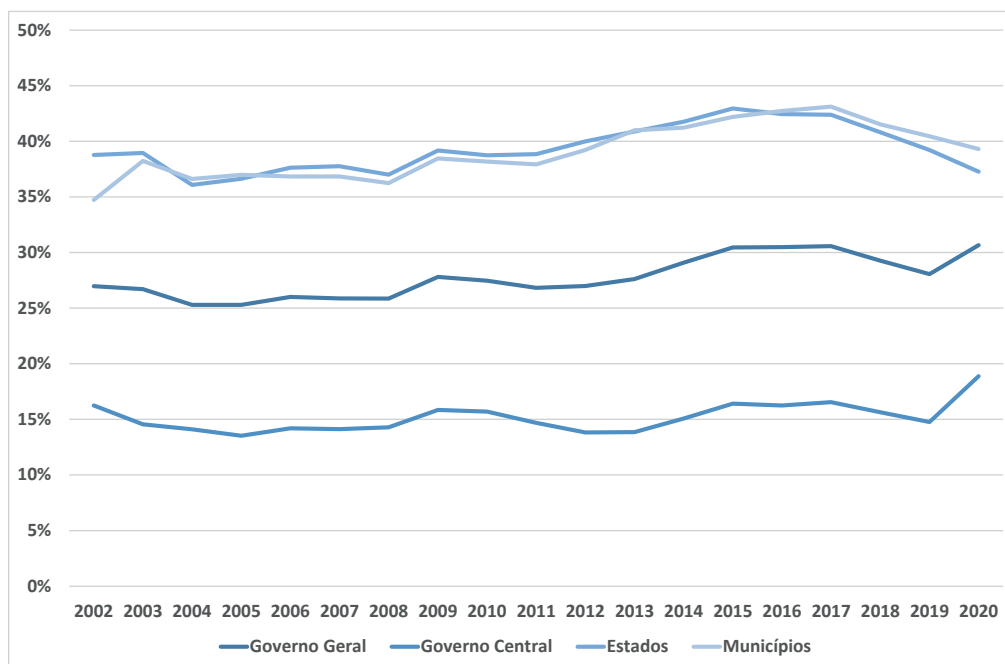
**Tabela 2. Despesas com salários como proporção da receita primária disponível, por esfera de governo**

	2002	2006	2010	2014	2018	2020
<b>Governo Geral</b>	27,0%	26,0%	27,5%	29,1%	29,3%	30,7%
<b>Governo Central</b>	16,3%	14,2%	15,7%	15,1%	15,6%	18,9%
<b>Estados</b>	38,8%	37,6%	38,7%	41,8%	40,8%	37,3%
<b>Municípios</b>	34,7%	36,8%	38,2%	41,2%	41,5%	39,3%

Fonte: Gobetti e Orair (2017) e STN (2021)

11 Receita Primária Disponível = Receita total – Receita de juros – Despesas de transferências intergovernamentais – Contribuições sociais intraorçamentárias – Contribuições sociais imputadas. A opção por excluir também as contribuições sociais intraorçamentárias e imputadas se deu pelo fato de serem consideradas inadequadas para a análise da despesa com pessoal ativo. Neste sentido, buscou-se coerência com este pressuposto ao retirar tais fluxos tanto das despesas quanto das receitas que compõem o indicador.

**Gráfico 4. Despesas com salários como proporção das receitas primárias disponíveis, por esfera de governo.**



Fonte: Gobetti e Orair (2017) e STN (2021)

Os dados apresentados apontam para uma relativa estabilidade da relação despesa com salários e receita primária líquida de transferências no período, no governo geral e nas três esferas de governo. No caso do governo central, fica claro como os períodos de aumento do gasto em termos reais ocorreram simultaneamente ao crescimento do PIB e da receita, e, portanto, sem trazer qualquer tipo de risco de colapso ao orçamento da União. Já a elevação do indicador, em 2020, reflete a redução da receita disponível no primeiro ano da pandemia, resultado da combinação do decréscimo da receita primária e aumento das transferências para estados e municípios.

Nos estados, é evidente que, mesmo o aumento registrado até 2014 não significou um comprometimento significativamente maior, apenas 3% da receita primária disponível acima do registrado em 2002. Além disso, o recente aumento da arrecadação nessa esfera da federação, combinada à contenção dos gastos, gerou uma queda abrupta na relação salários/receita dispo-

nível, resultando no nível mais baixo da série.

Os municípios, novamente, foram os únicos que apresentaram crescimento significativo neste indicador, com aumento de 6,8% até 2018, e 4,6% até 2020. Este aumento, entretanto, não evidencia descontrole e está diretamente relacionado aos processos de construção do Estado de bem-estar social brasileiro estabelecido na Constituição de 1988 e de descentralização na execução das políticas sociais ocorrido a partir da década de noventa. Ademais, como já destacado, mesmo este crescimento não resultou em salários médios do funcionalismo ativo acima da média do setor privado.

## 5. Considerações Finais

Apesar de muito recorrentes no debate público, argumentos alarmistas de que os gastos com servidores ativos são muito altos, e que sua trajetória coloca sob risco de colapso as finanças públicas e compete com outras despesas relevantes para a

prestação de serviços, carecem de estatísticas consistentes que corroborem tais afirmações. Tais interpretações estão geralmente fundamentadas em dados que incluem as despesas com funcionalismo ativo e inativo conjuntamente, e não dedicam atenção suficiente às especificidades da evolução desses dispêndios nas três esferas da federação brasileira. Ademais, colocam as regras que restringem o gasto público (teto de gastos e limites de despesa com pessoal da LRF) como os principais objetivos a serem cumpridos na gestão das finanças públicas, deixando em segundo plano que a prestação dos serviços públicos essenciais à população brasileira, intensivos em trabalho, passam necessariamente pela realização de despesas – de quantidade e qualidade – com funcionalismo.

Ao utilizar série histórica consistente, com metodologia alinhada às melhores práticas internacionais, e indicador adequado à análise da evolução das despesas com pessoal ativo no governo geral, é possível constatar que os números não evidenciam o cenário alarmista. Quando observada a trajetória dos salários e vencimentos do governo geral entre 2002 e 2020, os dados mostram que houve crescimento real, mas que tal elevação não foi inercial e não apresentou sinais de descontrole que apresente risco às finanças públicas. Este aumento absoluto representou acréscimo de menos de 1% em relação ao PIB, e de 3,7% da receita primária disponível, modesto para um país com a carência de serviços públicos como o Brasil. Ainda vale ressaltar que a crise econômica que afetou os denominadores desta razão, o PIB e a arrecadação, e mesmo assim não causaram ascensão explosiva dos indicadores.

Ademais, os dados evidenciam que crescimento observado é explicado integralmente pelo aumento nos municípios, entes da federação responsáveis pela prestação direta de serviços como educação e saú-

de básicas, intensivos em trabalho. Ainda é fundamental destacar que, nas comparações entre os setores público e privado, os servidores dos governos locais apresentam salários inferiores à média do setor privado, evidenciando que, mesmo com o crescimento observado no agregado dos gastos, o nível remuneratório do funcionalismo dos entes que responderam pelo aumento das despesas está longe de representar algo destoante da realidade brasileira.

Por fim, mas não menos importante, é preciso destacar que a evolução dos gastos com pessoal ativo no período refletiu escolhas políticas em contexto democrático e, portanto, legítimas, relativas às preferências da sociedade a respeito do papel do Estado na economia e na sociedade. Estas escolhas foram explicitadas na Constituição de 1988 e reforçadas em momentos posteriores, especialmente na primeira década deste século, com a relevância atribuída pela população às políticas de educação e saúde, dentre outras.

Qualquer proposta de redução destes gastos, portanto, deve estar pautada por discussões detalhadas acerca de quais funções do Estado e quais esferas de governo serão afetadas, e realizada com base em debate amplo e transparente com a sociedade, quantificando e qualificando, com dados consistentes, quais serviços devem ser atingidos pelas políticas de redução de despesas com o funcionalismo ativo. Não se pretende afirmar que não é possível reverter tais escolhas democraticamente, mas que isso não deve ser feito com argumentos fundamentados em dados que confundem mais do que esclarecem o debate. Neste sentido, os setores da sociedade que desejam reduzir o Estado devem indicar os setores que sofrerão perdas e quantificar seus efeitos nas finanças e nas políticas públicas, e não se utilizar de dados agregados e descontextualizados e argumentos falaciosos a respeito de supostos efeitos causais de colapsos nas finanças públicas.

## Referências

- BANCO MUNDIAL (2019). Gestão de pessoas e folha de pagamentos no setor público brasileiro: o que os dados dizem? Working Paper n. 142487, v. 2.
- \_\_\_\_\_ (2017). Um Ajuste Justo – Análise da eficiência e equidade do gasto público no Brasil. Working Paper n. 121480, v. 1.
- BRASIL (2020). Proposta de Emenda à Constituição n. 32/2020 – Altera disposições sobre servidores, empregados públicos e organização administrativa.
- \_\_\_\_\_ (2016). Emenda Constitucional no. 95, de 15 de dezembro de 2016 – Altera o ato das disposições constitucionais transitórias, para instituir o novo regime fiscal, e dá outras providências.
- \_\_\_\_\_ (2000). Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 – Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.
- \_\_\_\_\_ (1964). Lei 4.320, de 17 de março de 1964 – Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal.
- FMI (2017). Brasil: avaliação da transparência fiscal. IMF Country Report no. 17/104. Disponível em:
- FMI (2014). Government Finance Statistics Manual 2014.
- GOBETTI, S.; ORAIR, R. (2017). Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral. Texto para discussão IPEA, no. 2288.
- GONÇALVES, J. (2019). O relacionamento entre Resultado do Tesouro Nacional, Estatísticas Fiscais Trimestrais do Governo Geral e o Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais: uma análise exploratória sobre o gasto com pessoal, com previdência e com investimento. Monografia de Pós-Graduação Lato Sensu em Finanças Públicas (ENAP). Brasília, agosto de 2019.
- IPEA (2018) Uma análise multidimensional da burocracia pública brasileira em duas décadas (1995-2016). Atlas do Estado Brasileiro. Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA).
- KARPOWICZ, I.; SOTO, M. (2018). Rightsizing Brazil's Public-Sector Wage Bill. IMF Working Paper No. 18/225.
- ONU (2009). System of National Accounts 2008.
- ORAIR R.; SANTOS, C.H.; SILVA, W.J., BRITTO, J.M, SILVA H.L; ROCHA W.; FERREIRA, A.S. (2011). Uma metodologia de construção de séries de alta frequência das finanças municipais no Brasil com aplicação para o IPTU e o ISS (2004-2010). IPEA, Texto para Discussão, n. 1632.
- PIRES, M.; GOBETTI, S.; ORAIR, R. (2021). Estimativa das despesas públicas para o período 2010-2019.
- SANTOS, C. et al. (2017) Crescimento dos gastos com pessoal ativo e inativo dos estados brasileiros entre 2006–2016. Nota técnica. Carta de Conjuntura do IPEA nº 37, 4º trimestre de 2017
- STN (2021). Estatísticas Fiscais do Governo Geral.
- \_\_\_\_\_ (2021). Balanço do Setor Público Nacional em foco 2021 - Ano base 2020.
- \_\_\_\_\_ (2021). Balanço do Setor Público Nacional.
- \_\_\_\_\_ (2018). Manual de Contabilidade Aplicado ao Setor Público – 8ª edição.

## Anexo 1

### Despesas com salários e vencimentos, por esfera de governo, em R\$ bilhões de 2020 (atualizados pelo IPCA/IBGE)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Governo Geral</b>	133	148	164	189	217	242	280	313	354	394	438	493	539	591	623	656	684	717	736
<b>Governo Central</b>	39	40	45	50	58	65	75	87	98	106	110	121	131	148	153	165	170	177	177
<b>Estados</b>	57	64	69	80	92	101	115	127	142	159	179	203	220	240	249	260	269	279	278
<b>Municípios</b>	37	45	51	59	67	76	90	100	114	129	150	168	187	203	221	231	244	262	280

Fonte: Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

## Anexo 2

### Despesa com salários e vencimentos, por esfera de governo, em % do PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Governo Geral</b>	8,9%	8,6%	8,4%	8,7%	9,0%	8,9%	9,0%	9,4%	9,1%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,9%	9,9%	10,0%	9,8%	9,7%	9,9%
<b>Governo Central</b>	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,4%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Estados</b>	3,8%	3,7%	3,5%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%	3,7%
<b>Municípios</b>	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,8%

Fonte: Fonte: Gobetti e Orair (2017), STN (2021) e IBGE

## Anexo 3

### Despesa com salários e vencimentos, em % da receita primária disponível

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Governo Geral</b>	27,0%	26,7%	25,3%	25,3%	26,0%	25,9%	25,9%	27,8%	27,5%	26,8%	27,0%	27,6%	29,1%	30,5%	30,5%	30,6%	29,3%	28,1%	30,7%
<b>Governo Central</b>	16,3%	14,6%	14,1%	13,5%	14,2%	14,1%	14,3%	15,9%	15,7%	14,7%	13,8%	13,9%	15,1%	16,4%	16,3%	16,6%	15,6%	14,8%	18,9%
<b>Estados</b>	38,8%	38,9%	36,1%	36,6%	37,6%	37,8%	37,0%	39,2%	38,7%	38,8%	40,0%	40,9%	41,8%	42,9%	42,4%	42,4%	40,8%	39,2%	37,3%
<b>Municípios</b>	34,7%	38,2%	36,6%	37,0%	36,8%	36,8%	36,3%	38,5%	38,2%	37,9%	39,2%	41,0%	41,2%	42,2%	42,7%	43,1%	41,5%	40,5%	39,3%

Fonte: Fonte: Gobetti e Orair (2017) e STN (2021)

# 22

## Gestão da Dívida Pública, da Liquidez e do Câmbio no Brasil, 2011 a 2019: custo fiscal e implicações para a superação da armadilha do baixo crescimento

*Luís Carlos G. de Magalhães<sup>1</sup>*

*Carla Rodrigues Costa de Araújo<sup>2</sup>*

*Kolai Zagbaï Joël Yannick<sup>3</sup>*

### Resumo

A resolução da crise fiscal brasileira está centrada no debate do ajuste das despesas primárias (vale dizer: despesas reais) do setor público. Essa centralidade é justificada pela tendência de expansão das mesmas acima do crescimento do PIB, em razão, sobretudo, da implementação progressiva dos direitos sociais previstos na Constituição Federal de 1988. Assim, a prescrição tradicional de política econômica para essa situação é o ajuste fiscal “estrutural” das despesas primárias, de forma a reduzi-las em proporção do PIB.

No entanto, o debate do ajuste “estrutural”, feito do ponto de vista exclusivo das despesas primárias, evita a questão do custo fiscal com o serviço de juros da Dívida Bruta do Governo em Geral (DBGG) – decorrente da rolagem da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e das

operações compromissadas – como fator que opera contra o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro. A esse custo fiscal de origem estritamente financeiro se soma ainda o encargo decorrente das operações de swap cambial. Tudo somado, o serviço de juros da DBGG correspondeu a 5,5% do PIB no acumulado de 2019. Esse custo financeiro se referia a uma DBGG que atingia 74,3% do PIB, em dezembro do mesmo ano. A comparação internacional do serviço de juros da dívida pública aponta a relevância dessa despesa financeira no caso brasileiro, quando comparado com países que passaram por sérios problemas fiscais por causa da crise de 2008, como Espanha, Portugal e Grécia. Esses países apresentavam um serviço de juros bruto do Governo em Geral de 2,4%, 2,5% e 3,0% em relação ao PIB, respectivamente, em 2019. No entanto, os indicadores de dívida bruta/PIB

1 Economista e Mestre pela FEA USP. Doutor pelo IE-Unicamp. Técnico de Pesquisa e Planejamento IPEA.

2 Graduação em Sistemas de Informações pela UnP-RN e em Estatística pela UFRN. É mestre em Estatística pela UFPE. Atualmente é Pesquisadora Bolsista do Ipea e Assistente Técnico Estatístico INEP.

3 Economista, Bolsista Diest/IPEA.

desses países, na mesma ordem anterior, eram bem superiores ao do Brasil: 95,5%, 117,2% e 180,5% do PIB.

Deste modo, no caso brasileiro, a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio apresenta um alto custo fiscal em razão do serviço de juros e de despesas de natureza financeira. Esse custo fiscal, por sua vez, expande o estoque de títulos da dívida pública em um processo autoalimentado de deterioração da sua sustentabilidade intertemporal. Nesse quadro, a política de ajuste fiscal tende a se tornar permanente e

inócua, independentemente da fase do ciclo econômico e das necessidades da população. Paradoxalmente, um dos resultados da política de ajuste fiscal permanente é a compressão da capacidade de investimento público em infraestrutura econômica, em especial a do Governo Central. Por sua vez, isto dificulta a retomada do crescimento e o aumento da produtividade do trabalho que, ao fim e ao cabo, ajudaria na melhoria dos indicadores de endividamento do Governo em Geral.

## 1. Introdução

A resolução da crise fiscal brasileira tem sido centrada no debate do ajuste das despesas primárias do setor público. Essa centralidade é justificada pela tendência da expansão dessas despesas acima do crescimento do PIB, em razão, sobretudo, da implementação progressiva dos direitos sociais previstos na Constituição Federal de 1988.<sup>4</sup> Portanto, esses gastos cresceriam a taxas superiores à capacidade de elevação da receita tributária, tornando supostamente insustentável a trajetória de intertemporal da dívida pública. A prescrição dominante de política econômica para essa situação é o ajuste fiscal “estrutural” das despesas primárias, de forma a reduzi-las em proporção do PIB (Almeida, Lisboa e Pessoa, 2015). Esse diagnóstico sustentou a aprovação da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, que estabeleceu o “teto do gasto” como regra fiscal que garantiria a redução permanente da despesa primária como proporção do PIB ao longo de sua vigência.

No entanto, o debate do ajuste “estrutural”, feito do ponto de vista exclusivo das despesas primárias, tangencia ou evita a questão do custo fiscal com o serviço de juros da Dívida Bruta do Governo em Geral (DBGG) – decorrente da rolagem da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)<sup>5</sup> e das operações compromissadas – como fator que opera contra o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro. Esse serviço pressiona, sistematicamente, a expansão do estoque da dívida pública pela sua incorporação

de parcela do serviço de juros, mesmo em períodos de superávit primário (Bresser-Pereira, 2007). A esse custo fiscal de natureza estritamente financeiro se soma ainda o encargo decorrente da política cambial, por meio das operações de *swap* cambial. Essas operações podem resultar em perdas, especialmente na reversão do ciclo econômico, quando são assumidas, em última instância, pelo Tesouro Nacional (Magalhães e Costa, 2018).

O surpreendente no caso brasileiro é que, apesar do ciclo mais recente de redução da taxa Selic, de outubro 2016 até março de 2021, o custo fiscal do serviço de juros com a DBGG e com as operações compromissadas permanecem relevante para dificultar o equilíbrio fiscal do governo em geral e, portanto, para garantir uma trajetória de solvência da dívida pública. O serviço de juros da DBGG correspondeu a 5,5% do PIB no acumulado de 2019. Esse custo financeiro se referia a uma DBGG que atingia 74,3% do PIB, em dezembro do mesmo ano (BCB, 2019).

A comparação internacional do serviço de juros da dívida pública aponta a relevância dessa despesa financeira no caso brasileiro, quando comparado com países que passaram por sérios problemas fiscais por causa da crise de 2008, como Espanha, Portugal e Grécia. Esses países apresentavam um serviço de juros bruto do Governo em Geral de 2,4%, 2,5% e 3,0% em relação ao PIB, respectivamente, em 2019. No entanto, os indicadores de dívida bruta/PIB desses países, na mesma ordem anterior, eram bem superiores ao do Brasil: 95,5%,

---

4 Para uma discussão recente da evolução das despesas primárias, ver Pires e Borges (2019). Esses autores apontam que o crescimento das despesas primárias ocorreu, principalmente, pelo impacto da elevação do salário mínimo no gasto previdenciário. Para uma análise comparativa dos resultados empíricos de diferentes métricas das despesas primárias no caso brasileiro, ver Magalhães e Costa (2018).

5 Pelo conceito de DBGG, a DPMFi e as operações compromissadas representavam 66,3% e 17,3%, respectivamente, do estoque da dívida em dezembro 2019. Diferentemente de outros períodos da história econômica brasileira, a dívida pública brasileira é, atualmente, na sua grande totalidade, interna e nominada em reais. Para uma apresentação dos diferentes conceitos de dívida pública e sua métrica, ver Silva e Medeiros (2009).



117,2% e 180,5% do PIB.<sup>6</sup>

As projeções de serviço de juros da DBGG para o Brasil indicavam que o serviço de juros permaneceria entre de 4,8% e 6,5%, respectivamente, no período de 2020 a 2029.<sup>7</sup> Ou seja, o custo de serviço de juros será uma importante *despesa corrente* que pressionará o equilíbrio fiscal do Governo Geral, em particular, o orçamento financeiro do Governo Central. Esse custo fiscal implicará na necessidade de geração de elevados superávits primários para garantir a sustentabilidade da dívida pública, caso não ocorram mudanças no atual arranjo institucional da gestão da dívida pública, assim como da política de gestão da liquidez e do câmbio, que são fontes adicionais de custo fiscal para o Tesouro Nacional (TN). Portanto, não se pode negligenciar a importância dessas despesas correntes, de natureza financeira, que dificultam o equilíbrio fiscal e, de forma geral, concorrem para a reprodução de desequilíbrios macroeconômicos que se manifestam em baixas taxas de crescimento da renda *per capita*, do investimento e da produtividade da economia brasileira.

Tendo em vista o discutido acima, **o objetivo geral deste trabalho é analisar a dimensão e os determinantes do custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio no Brasil, entre 2011 e 2019,<sup>8</sup> e seus efeitos na reprodução dos desequilíbrios macroeconômicos domésticos que contribuem para a semiestagnação do crescimento brasileiro. Esses determinantes e seus impactos na dinâmica da dívida pública, como se verá, limitam uma estratégia de ajuste**

**fiscal que considere somente o controle da despesa primária, assim como criam óbices estruturais para a retomada de taxas de crescimento da renda nacional menos anêmicas.** Nesse sentido, a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio são fatores estruturais da armadilha do baixo crescimento brasileiro.

O presente capítulo está organizado da seguinte forma, além desta introdução. A segunda seção apresenta uma análise dos fatores condicionantes da evolução do indicador Dívida Bruta do Governo em Geral (DBGG) sobre o PIB, entre 2011 e 2019, inclusive decompondo os fatores condicionantes da taxa de juros e do PIB nominal no seu componente real e inflacionário. Discutem-se ainda os determinantes da evolução da DPMFi, principal passivo da DBGG, no mesmo período. As evidências empíricas apresentadas sugerem que o componente financeiro, na forma de carga de juros reais e correção monetária, é um fator central para explicar a evolução do indicador DBGG/PIB.

A terceira seção apresenta a trajetória do estoque da DPMFi, das operações compromissadas de controle da liquidez e das operações com contratos de *swap* cambiais, que são instrumentos da gestão do câmbio. Procura-se mostrar que essas trajetórias apresentam complementaridades institucionais que, por vez, determinam uma tendência de expansão retroalimentada dos passivos do governo em geral e, em especial, do Governo Central. São apresentadas também estimativas do custo fiscal dessas variáveis na forma da carga de juros pagos pela DBGG, separando o serviço

6 Ver Economic Outlook n.º 108, OCDE, dez. 2020.

7 Ver Relatório de Projeções da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional (2020).

8 Em razão dos efeitos econômicos da pandemia Covid-19 não se considerou 2020 e 2021, pois foram tomadas medidas fiscais emergenciais que foram financiadas com emissão de títulos da DPMFi, o que distorce a dinâmica da dívida pública e seu custo fiscal. Para uma avaliação dessas medidas e suas implicações para o endividamento público, para uma descrição e análise das medidas fiscais e monetária contra os impactos econômicos da pandemia de COvid-19 no caso brasileiro, ver Silva (2020).

de juros da DPMFi e das operações compromissadas, assim como a estimativa da despesa financeira incorrida na gestão do câmbio pelas operações de swap cambial.

Por fim é apresentada, à guisa de conclusão, uma seção que discute os principais achados empíricos do trabalho, em termos de suas implicações para a superação da armadilha de baixo crescimento da economia brasileira. Um dos pontos que deve ser ressaltado é que a dominância de uma *financeirização periférica*, fortemente ancorada nos rendimentos de juros pagos pela gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio, contribuem para erodir a capacidade de acumulação pública e privada de forma a perpetuar taxas crescimento anêmicas, acirrando o conflito distributivo e esgarçando os laços de solidariedade social do país.

## **2. Determinantes da Evolução da DBGG e da DPMFi: o componente financeiro do problema fiscal brasileiro**

A DBGG se tornou quase consensualmente, no mercado financeiro doméstico e no setor público federal, o melhor indicador para medir o esforço fiscal do país e, portanto, a sustentabilidade da dívida pública. As justificativas para eleição dessa métrica é que ela estaria menos sujeita a três tipos de distorções no caso brasileiro. Esse indicador não seria deturpado pelas capitalizações dos bancos públicos, especialmente o

BNDES, por meio de emissões de títulos da DPMFi. Também não seria afetado por limitações de avaliação e problema de liquidez dos ativos do setor público. E, ainda, não sofreria distorções causadas pela possibilidade de postergação da contabilização de gastos pelo uso de despesas classificadas como restos a pagar. No entanto, vale registrar que a sua adoção tem sido criticada na literatura econômica recente, pois, entre outras limitações, esse indicador não considera o valor presente líquido do PIB (Furman e Summers, 2020).<sup>9</sup>

Se aceito que a DBGG/PIB<sup>10</sup> é efetivamente a melhor métrica para medir o esforço fiscal do Estado brasileiro, então se pode avaliar a evolução desse indicador a partir de informações do Banco Central do Brasil (BCB), pois essa instituição divulga periodicamente os seus fatores condicionantes. Essas informações constam da Tabela 1 para o período 2011 a 2019. São considerados como fatores condicionantes da evolução desse indicador: i) as emissões liquidadas de títulos públicos; ii) a carga de juros nominais; iii) as variações decorrentes da flutuação cambial e do efeito das privatizações; iv) o reconhecimento de dívida; e, ainda, v) a variação nominal do PIB.

Para os fatores condicionantes de maior impacto na variação do indicador DBGG/PIB – o pagamento de juros nominais e o crescimento do PIB – foi feita a decomposição dos efeitos da inflação e da variação real.<sup>11</sup> Isto permite isolar o impacto da infla-

---

9 No caso brasileiro, uma defesa do uso do uso da DBGG como o indicador mais adequado de esforço fiscal do governo central e subnacionais pode ser encontrada em Athayde e Vianna (2015). Adicionalmente a crítica recente de Furman e Summers (op. cit.), as comparações internacionais de diferentes métricas de endividamento público, sugerem que a dívida líquida é mais relevante para economias emergentes em relação a determinação de risco país, taxa de juros domésticas de longo prazo, custo de rolagem da dívida e a probabilidade de *default*, ver Hadzi-Vaskov e Ricci (2016) e Henao-Arbelaiz e Sobrinho (2017).

10 Deve ser observado que uma particularidade institucional no caso brasileira é a proibição do Banco Central emitir títulos para a gestão de liquidez - art. 34 da Lei Complementar n.º 101, de 2000 – combinada com a ausência de depósitos voluntários remunerados que somente tiveram previsão legal com a aprovação da Lei n.º 14.185/21. Em razão disso, a DGGB superestimaria o endividamento governamental de natureza estritamente fiscal, pois computa os títulos da DPMFi em mercado utilizados pelo BCB para as operações compromissadas de controle da liquidez.

11 A decomposição dos efeitos nominais e real dos fatores condicionantes da taxa juro e do PIB são obtidos pela

ção nesses fatores e, portanto, na evolução do indicador de endividamento bruto. Desconsiderou-se na Tabela 1 o efeito cruzado

da decomposição em razão de ser residual e de valor não significativo.

**Tabela 1 – Fatores condicionantes da evolução do indicador DBGG/PIB, 2011 a 2019. Em % do PIB.**

Discriminação de fatores	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>1. Fatores de crescimento da DBGG</b>									
1.1. Necessidade de financiamento	4,9	6,8	2,7	8,3	9,7	7,9	7,1	5,4	2,9
1.1.1. Emissões líquidas	-0,9	1,6	-2,5	2,9	2,3	-0,3	0,4	-0,5	-2,6
1.1.2. Juros nominais <sup>1</sup>	5,8	5,2	5,1	5,4	7,5	8,2	6,7	5,9	5,5
1.1.2.1. Juros reais	2,6	2,2	2,1	2,2	1,3	4,0	4,6	3,0	2,3
1.1.2.2. Correção Monetária	3,0	2,8	2,7	3,3	6,2	3,9	2,0	2,6	3,0
1.2. Ajustes cambiais e outros	0,3	0,2	0,4	0,4	1,5	-0,8	0,1	0,6	0,1
1.3. Privatizações e reconhecimento de dívidas.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
<b>Total</b>	<b>5,4</b>	<b>7,1</b>	<b>3,1</b>	<b>8,8</b>	<b>11,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>3,1</b>
<b>2. Efeito do crescimento do PIB<sup>2</sup></b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,1</b>
2.1. Crescimento real	-1,8	-0,9	-1,5	-0,24	1,9	2,1	-0,9	-1,2	-1,0
2.2. Deflator implícito	-3,8	-3,7	-3,6	-3,7	-4,1	-5,1	-2,4	-3,1	-3,0
Variação da dívida no ano: (1-2)	-0,5	2,4	-2,1	4,7	9,2	4,3	3,9	1,6	-1,0
<b>Dívida Bruta do Governo Geral</b>	<b>51,3</b>	<b>53,7</b>	<b>51,5</b>	<b>56,3</b>	<b>65,5</b>	<b>69,8</b>	<b>73,7</b>	<b>75,3</b>	<b>74,3</b>

Fonte: BCB - Estatísticas Fiscais. Elaboração dos autores.

Notas:

1) decomposição do efeito real e da correção monetária pelo IPCA.

2) decomposição do efeito real e da inflação pelo Deflator Implícito do PIB.

Por sua vez, o fator “emissão líquida” engloba a emissão e resgate da dívida interna e externa, apurada por um conjunto de operações financeiras do Tesouro Nacional (TN) e BCB. Esse fator condicionante é composto basicamente por emissões/resgates de títulos públicos para os seguintes fins: i) aquisição de reservas internacionais; ii) empréstimos do Tesouro Nacional para bancos públicos federais lastreados em títulos públicos; iii) efeito nas emissões/resgates do superávit/déficit primário; e, por fim, iv) demais operações financeiras TN e do BCB.

Portanto, esse fator condicionante da evolução da DBGG/PIB é composto por uma série de operações financeiras que refletem diferentes mutações dos ativos e dos passivos do governo em geral. Essas mutações decorrem principalmente da política econômica, em especial das políticas fiscal, monetária e creditícia, adotadas no período analisado. Por essa razão não foi feita a decomposição do seu efeito real e inflacionário, pois as “emissões líquidas” agregam diferentes resultados de operação de variáveis econômico-financeiras das finanças do governo em geral, que vão

formula geral:  $\Delta y_{t-1} = [x/(1+p)(1+x)]_{t-1} + [p/(1+p)(1+x)]_{t-1} + [x.p/(1+p)(1+x)]_{t-1}$ , no qual o primeiro termo da fórmula é a contribuição real da variável econômica  $x$ , o segundo termo a contribuição da inflação  $p$  e o terceiro termo é a contribuição cruzada da variável  $x$  e da inflação  $p$ , respectivamente, para a  $\Delta y_{t-1}$ .

da meta de superávit/déficit primário até a política de aquisições de reservas internacionais. Isto torna arbitrária a escolha de uma medida de inflação para decompor os efeitos reais e da variação dos níveis de preços. Ademais, o impacto agregado do fator “emissão líquida” é significativamente menor na evolução do indicador DBGG/PIB que os efeitos da taxa de juros e do crescimento do PIB nominal, os quais permitem uma interpretação econômica dessa decomposição unívoca.

**A Tabela 1, portanto, mostra que os juros nominais - medido pela taxa de juros implícita da DGBB - foram a causa de maior peso para a elevação da relação DBGG/PIB entre 2011 e 2019. A média anual da contribuição de juros nominais ao aumento desse indicador foi de 6,1% a.a. E sua variação está estreitamente associada ao ciclo da taxa Selic, pois essa taxa básica de juros da economia brasileira coloca um piso mínimo para as outras taxas de juros que incidem sobre os passivos do setor público brasileiro (Magalhães e Costa, 2018) e, consequentemente, a taxa de juros implícita da DBGG. Portanto, o aumento/redução da taxa Selic, dada a trajetória da inflação, implica na elevação/queda da contribuição de juros nominais na evolução do indicador DBGG/PIB.**

Isto não é surpreendente, pois a dívida mobiliária em mercado, somada às operações compromissadas, representavam 83,6% do total da DBGG em dezembro de 2019 (BCB, 2020). Tanto a dívida mobiliária em mercado quanto as operações compromissadas apresentam uma indexação direta ou indireta à taxa Selic. Portanto, alterações na taxa Selic, considerando a trajetória observada e esperada da infla-

ção, acarretam modificações da taxa de juros implícita que incide sobre a DBGG. Isto impacta diretamente o efeito da carga de juros nominal sobre a relação DBGG/PIB, como dito acima.

A contribuição do serviço de juros nominal para a deterioração do indicador DBGG/PIB deve ser analisada, então, separando-se a incidência dos juros reais do efeito inflacionário, pois a elevada carga de juros nominal, que se observa na Tabela 1, pode decorrer unicamente da persistência da alta inflação na economia brasileira. Por isso foi feita a decomposição desses efeitos com a utilização da inflação medida pelo IPCA-IBGE. A justificativa para o uso desse índice de preços é que o mercado financeiro utiliza o IPCA como estimativa da inflação para calcular a rentabilidade real dos títulos da dívida pública. Não é por outra razão que dois dos títulos públicos, com participação importante na carteira das instituições financeiras, são o NTB-B e NTB-B Principal, ambos indexados ao IPCA.

Portanto, as indicações são que o IPCA é a taxa de inflação que o mercado financeiro utiliza para projetar e avaliar a rentabilidade real do carregamento dos títulos públicos.<sup>12</sup> Isto valeria inclusive para os títulos pré-fixados, pois o IPCA junto com a taxa Selic parametriza a rentabilidade da estrutura a termo das taxas de juros. Essa estrutura seria uma média ponderada da projeção da taxa Selic pelos prazos de maturidade dos títulos públicos descontada a previsão de inflação medida pelo IPCA (Lara Rezende, 2022).

A decomposição dos juros nominais, conforme é mostrado na Tabela 1, indica que a inflação tem um efeito significativo na carga de juros nominais que afeta o indicador

---

12 Vale lembrar que a projeção do IPCA é uma das mais importantes informações que consta do Boletim Focus. Esse Boletim coleta as previsões do mercado financeiro sobre o comportamento das variáveis mais relevantes da economia brasileira, e compõe uma das fontes de informações que o Copom avalia para determinar a taxa Selic meta do regime de metas da inflação.

DBGG/PIB; em média a sua contribuição foi de 3,3% a.a. para elevação desse indicador. Desse modo, a evolução do IPCA tem um efeito relevante - em torno de 60% - no componente de correção monetária que compõe a contribuição dos juros nominal, como se observa na Tabela 1. Entretanto, a contribuição dos juros reais na evolução da DBGG/PIB também é significativa, pois corresponde a cerca de 40% da contribuição da carga de juros nominal nas variações no indicador de endividamento bruto. O componente de juros reais contribuiu na média com 2,3% a.a. para a elevação da DGBB/PIB no período considerado.

O segundo fator mais relevante para determinar a evolução do indicador DBGG/PIB é a evolução do PIB nominal, entre 2011 e 2019. A média anual da contribuição do crescimento do PIB nominal para a redução desse indicador foi de 4,1% a.a. Quando se analisa a contribuição da variação do PIB nominal, separando o crescimento real e a inflação - medido pelo Deflator Implícito do PIB - na redução da DBGG/PIB, observa-se que em média o efeito do crescimento real foi de -0,4% a.a. e da inflação de -3,6% a.a. O efeito do crescimento real do PIB foi significativamente reduzido pela semiestagnação e recessão da economia brasileira no período considerado. Como esperado, o efeito desse fator na redução da relação DBGG/PIB se inverte significativamente nos anos de recessão de 2015 e 2016.

Dessa forma, **a frustração do crescimento da economia brasileira é um fator que afeta a sustentabilidade da dívida pública, pois a condição necessária de sua sustentabilidade é de que ela seja solvente. Essa condição é dada de forma simplificada pela equação  $[s \geq (r - g).d / (1 + g)]$ ; onde  $s$  é o superávit primário**

**dado pela diferença da receita tributária e despesa primária;  $r$  é a taxa de juros;  $g$  é a taxa de crescimento do PIB; e  $d$  é o estoque da dívida pública - todas as variáveis expressas em termos reais e como proporção do PIB. O superávit primário, por sua vez, depende do crescimento do PIB, que afeta a arrecadação de tributos. Note-se que mesmo sem crescimento da despesa primária, é possível que o superávit seja insuficiente em razão da não realização de receitas tributárias - por exemplo, por meio do aumento do gasto tributário -, da elevação da taxa de juros, da insuficiência do crescimento do PIB ou uma combinação desses três fatores.**

O terceiro fator condicionante em termos de relevância para explicar a evolução do indicador DBGG/PIB são as "emissões líquidas", que englobam, como mencionado anteriormente, diferentes operações resultantes das políticas monetária, fiscal e creditícia executadas pelo Tesouro Nacional e Bacen. Pode-se observar na Tabela 1 que o efeito desse fator na evolução do indicador DBGG/PIB oscilou significativamente entre 2011 e 2019. No computo final, a contribuição das "emissões líquidas" acumulada para a variação do indicador DBGG/PIB foi positiva, mas muito reduzido, cerca de 0,4% a.a. no período analisado. Desse modo, o efeito acumulado das "emissões líquidas" não afetou de forma significativa a evolução do indicador de endividamento, pois a tendência foi a anulação dos efeitos positivos e negativos desse fator condicionante da DBGG/PIB.

É evidente que o comportamento das variáveis financeiras e econômicas que compõe esse fator foram muitos diferentes ao longo do período considerado na Tabela 1.<sup>13</sup> A emissão de títulos públicos para o financiamento de bancos públicos federais,

13 Para uma análise mais detalhada da evolução das variáveis financeiras-econômicas que compõem o fator condicionante "emissões líquidas", ver BCB (2018).

especialmente o BNDES, foi significativa, pelo menos até 2014, o que contribuiu positivamente para elevação da relação DBGG/PIB. Da mesma forma, as operações de aquisição de reservas internacionais continuaram a pressionar o crescimento do indicador de endividamento bruto, mesmo com tendência de redução de seus impactos a partir de 2011. Por fim, os resultados primários do Governo Geral tiveram uma contribuição relevante na neutralização dos efeitos da aquisição de reservas e da capitalização dos bancos públicos federais no crescimento do indicador DBGG/PIB. Esse efeito é revertido quando o governo em geral começa a apresentar déficits primários a partir de 2015.

Entretanto, é necessário avaliar mais detidamente como os resultados primários do Governo Geral impactam a trajetória do endividamento bruto em razão das particularidades do arranjo institucional da gestão da dívida pública e da liquidez no caso brasileiro. A princípio, o superávit primário deve ser utilizado para resgatar títulos da DPMFi; embora possa, alternativamente, ser depositado na Conta Única do Tesouro Nacional. Quando são resgatados os títulos públicos no mercado secundário de dívida mobiliária e/ou no seu vencimento, a contrapartida é a ampliação da base monetária.

O BCB, portanto, é obrigado a recorrer a operações compromissadas para contrair a base monetária. Essas operações são feitas com títulos públicos do Tesouro Nacional, transferidos para a carteira da Autoridade Monetária,<sup>14</sup> com o objetivo da taxa Selic,

formada no mercado de reservas bancárias, ficar próxima da taxa Selic-alvo fixada pelo Copom. Essas operações permitem contrair a base monetária com o objetivo de atingir a meta de inflação estabelecida, por sua vez, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

**No caso brasileiro, a taxa Selic é anormalmente elevada quando comparada com outros países com mesmo risco soberano e renda *per capita* (Bresser-Pereira, 2007). Embora seja um tema sujeito a controvérsias,<sup>15</sup> dois fatores, que podem ser complementares, explicariam essa “anomalia” da taxa de juros básica doméstica. O primeiro diz respeito a permanência de um título público, a Letra Financeira do Tesouro (LFT), indexado à taxa Selic e com alta participação na DPMFi, o que reduziria a eficiência da política monetária no combate à inflação.<sup>16</sup> Desse modo, a taxa Selic tem que ser fixada em patamares elevados para levar a inflação ao centro da meta. Adicionalmente, a resiliência de mecanismos de indexação na economia brasileira também colabora para a perda de eficiência da política monetária, pois a inflação apresenta um componente inercial significativo, portanto, menos sensível à elevação da taxa de juros básica (Oreiro e Santos, 2022).**

**O segundo fator explicativo da anomalia da alta taxa de juros doméstica diz respeito à existência de uma convenção conservadora na política monetária. Essa convenção determina a fixação da taxa Selic acima do previsto pelo teo-**

---

14 Como já foi mencionado, a Lei de Complementar n.º 101/2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, vetou o BCB de emitir títulos próprios para o controle da base monetária. Por outro, não havia previsão legal no Brasil para o uso de reservas bancárias renumeradas como instrumento de gestão da liquidez até 2019.

15 Uma resenha crítica das diferentes explicações na literatura econômica da taxa de juros básica ser anormalmente elevada no caso brasileiro, ver Barbosa (2015).

16 A discussão da perda de eficiência da política monetária e sua implicação para o custo fiscal da dívida pública, em razão da permanência de percentual alto das LFTs na composição da DPMFi, é feita por uma extensa literatura que aborda essa questão. Para uma síntese e discussão crítica dessa literatura, ver Dornelas e Terra (2021).

**rema da paridade a descoberto da taxa de juros; e se ancora numa coalizão de interesses formada por uma classe de rentistas (capitalistas, consultores e profissionais de mercado financeiro), que recebem rendimentos derivados de juros e de outras operações com ativos financeiros (Bresser-Pereira, 2018; Bresser-Pereira, Paula e Bruno, 2019).** Essa coalizão de interesses teria capacidade de formar uma convenção, com força normativa obrigatória, para que o BCB fixe a taxa Selic em patamares elevados.<sup>17</sup>

O resultado da “anomalia” da taxa de juros básica da economia brasileira é que essa taxa coloca um piso mínimo elevado para a taxa implícita de juros nominal que incide na DBGG. Entretanto, essa “anomalia” tem ainda outro efeito em termos de custo fiscal que decorre da gestão da liquidez da economia brasileira. Se o superávit primário é usado para a redução do estoque de títulos da DPMFi, a contrapartida é a expansão da base monetária, o que exige seu controle por meio das operações compromissadas. Essas operações são de curto prazo e renumeradas a uma taxa semelhante à taxa Selic.

Desta forma, o Tesouro Nacional pode ter uma restrição para a redução do estoque de títulos da DPMFi pelo uso do superávit primário e/ou dos recursos depositados na Conta Única. Isto em razão do patamar da taxa Selic e as condições do mercado financeiro – em termos da rentabilidade e prazos para a absorção de títulos – colocarem *trade off* entre a expansão das operações compromissadas e o resgate de títulos públicos (Golbetti e Schettini, 2010). Isto é mais verdade na medida em que a taxa Selic tem que ser fixada em patamar suficientemente elevado para ser eficiente

contra a inflação, o que pode resultar em uma expansão expressiva das operações compromissadas.

**As considerações acima apontam para um aspecto frequentemente negligenciado no debate sobre o problema fiscal do Estado brasileiro: o seu componente financeiro. Esse componente é expresso no serviço de juros da DPMFi, das operações compromissadas e na despesa financeira derivada das operações com contratos de *swap* cambial, analisadas com mais cuidado na próxima seção. Ou seja, a resolução do problema fiscal brasileiro não pode ficar restrito somente a medidas de contenção e de melhoria da qualidade dos gastos primários. Vai exigir também medidas que tratem do seu componente financeiro.**

Esse aspecto do problema fiscal do setor público brasileiro fica mais claro com as informações que constam da Tabela 2, que mostra como evoluiu o estoque da DPMFi no período considerado. É ainda importante lembrar que dois terços da DBGG era constituída pelo estoque de títulos da DPMFi no final de 2019. Portanto, a maior parte da carga de juros que impactou a evolução do indicador DBGG/PIB, conforme visto na Tabela 1, foi devido à taxa de juros implícita da DPMFi, que expressa, por sua vez, como já comentado, uma média ponderada das taxas de juros dos diferentes títulos públicos federais em mercado.

A Tabela 2 mostra a variação anual do estoque da DPMFi como resultado das operações de emissão/resgates no mercado de títulos públicos e do pagamento dos juros reais e da correção monetária desses títulos. Ainda constam ali dessa mesma tabela as variações do estoque de recursos depositados na Conta Única do Tesouro

17 Deve ser observado que a coalizão rentista reproduz essa convenção de taxa de juros elevadas por diferentes mecanismos de captura da Autoridade Monetária, dentre os quais a “porta giratória” (*revolving door*) de funcionários do setor público para o mercado financeiro privado e vice-versa, conforme discutido por Brezis e Cariolle (2018).

Nacional no BCB. Faz parte dessa Conta o chamado “colchão de liquidez” que o Tesouro Nacional reserva para o pagamento da amortização e do serviço de juros da DPMFi. Dessa forma, a reserva de liquidez da Conta Única é um dos principais mecanismos de gestão da dívida pública, em es-

pecial da DPMFi, pois permite ao Tesouro Nacional não sancionar, em momentos de instabilidade e incerteza macroeconômica, as taxas de juros e prazos pedidos pelo mercado financeiro para absorção de títulos públicos.

**Tabela 2 - Variação da DPMFi: fatores condicionantes, 2011 a 2019.**  
(Em R\$ bilhões correntes)

DPMFi	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estoque</b>	1.603,9	1.783,1	1.916,7	2.028,1	2.183,6	2.650,2	2.986,4	3.435,5	3.728,9
<b>Varição Nominal</b>	179,1	133,6	111,4	155,5	466,6	336,2	449,1	293,4	354,4
<b>Emissões (+)<sup>1</sup></b>	434,0	513,0	467,7	553,2	856,4	708,8	720,6	656,9	738,1
<b>Resgates (-)</b>	451,0	573,2	551,4	621,1	706,6	717,2	585,8	677,3	698,8
<b>Juros Apropriados<sup>2</sup></b>	196,2	193,8	195,1	224,4	316,7	344,7	315,2	315,5	316,2
<b>Conta Única</b>	475,6	620,4	656,0	605,9	881,9	1039,8	1079,7	1274,9	1438,8

Fontes: BCB e Tesouro Nacional. Elaboraões dos autores.

1 – Emissões de títulos da DPMFi que ocorrem por meio de leilões, por meio do Programa Tesouro Direto e por meio de transferência de carteira com o Bacen. Não incluem as operações de troca/permuta de títulos. Incorpora ainda às emissões para atender aos Programas de Reforma Agrária (TDA), PROEX, FIES, PND, PESA e FUNAD e às emissões para fins específicos autorizados em lei. Inclui também a dívida securitizada; a partir de janeiro de 2011 considerou-se as emissões brutas, discriminando os cancelamentos. Os resgates consideram os pagamentos de amortizações e juros da DPMFi de responsabilidade do Tesouro Nacional em mercado. Não incluem as operações de troca/permuta de títulos.

2 – Contempla a atualização monetária do principal e a apropriação de juros reais dos títulos da DPMFi.

Como mostra ainda a Tabela 2, entre 2011 e 2014, a tendência foi de resgate de títulos públicos superior à sua emissão. Isto ocorreu mesmo a partir de 2015, quando o Governo Central começa a apresentar déficits primários, pois se observa em 2017 e 2018 que os resgates foram maiores que as emissões de títulos da DPMFi. Os recursos depositados na Conta Única permitiram esse resgate mesmo com o resultado primário negativo. Mas o que chama atenção é que ocorreu o aumento do estoque da DPMFi em todos os anos considerados. Esse estoque passa de R\$ 1.603,9 bilhão para R\$ 3.728,9 bilhões, entre 2011 e 2019, uma variação em termos nominais de 133%. Essa

variação da DPMFi ocorreu pela incorporação dos juros reais e de sua atualização monetária sobre esse estoque de títulos públicos em mercado. Portanto, a variação da DPMFi foi positiva mesmo nos anos que se observa mais resgastes que emissões em razão da apropriação dos juros.<sup>18</sup> Isso inclusive porque o processo de emissão de títulos públicos, que ocorre pelos leilões do Tesouro Nacional, pode alterar a carteira de títulos em mercado de modo a haver uma composição com maiores juros nominais, usualmente associada ao aumento do prazo médio de vencimento desses títulos.

Outro ponto que chama atenção na Ta-

18 No caso brasileiro, um aspecto importante da gestão da DPMFi é que os juros são apurados pelo “critério de competência, ou seja, os juros são contabilizados pro rata, em que se contabiliza os valores devidos, independentemente da ocorrência de pagamentos no período” (Silva e Medeiros, 209, p.102).



bela 2 é o crescimento quase ininterrupto dos depósitos da Conta Única, entre 2011 e 2019. Os depósitos passam de R\$ 475,6 para R\$ 1.438,8 bilhões, o que significa um crescimento nominal de 202% no mesmo período. Ou seja, um crescimento bastante superior ao estoque da DPMFi. Isto ocorreu mesmo nos anos em que se verificou déficit primário, o que não impediu a continuidade do crescimento dos recursos da Conta Única. A questão que se coloca é por que não se utilizou o maior volume de recursos da Conta Única para acelerar o resgate de títulos?

Uma primeira explicação plausível é que acelerar o resgate de títulos implica em aumentar a liquidez da economia. Por sua vez, a expansão da liquidez dificulta manter o patamar da taxa Selic que o BCB e o mercado financeiro consideram necessário para garantir a meta de inflação. Dada a relativa ineficiência da política monetária e a convenção conservadora da política monetária, a taxa Selic deve ser fixada em um patamar elevado para combater a inflação. Portanto, o resgate de uma quantidade maior de títulos da DPMFi implica na expansão das operações compromissadas, que tem prazo mais curto e renumeração praticamente idêntica de uma LFT. Essas operações podem se tornar um substituto vantajoso para esse título. A consequência é que a gestão da liquidez coloca uma trava para uma política mais agressiva de resgates de títulos da DPMFi por parte do Tesouro Nacional. Ou seja, uma economia com taxa de juros básica cronicamente elevada determina problemas adicionais de coordenação entre a política monetária e fiscal, em razão do *trade-off* entre os custos fiscais dessas políticas e suas respectivas operações.

Uma segunda explicação diz respeito às restrições de uso dos recursos da Conta

Única por causa da sua composição de fontes dos depósitos, ou a sua utilização inadequada para financiar despesas primárias (Guardia, 2017). Uma limitação seria o uso dos superávits financeiros de fontes que apresentam vinculações legais de aplicação, como as previsões constitucionais para gastos com saúde e educação. Essas vinculações impediriam o uso dos superávits financeiros da Conta Única para a amortização e pagamento dos juros de títulos públicos em mercado. Outra limitação seria o uso dos recursos da Conta Única para pagamento de despesas primárias em detrimento do resgate da dívida pública.

**Entretanto, não parece haver uma rigidez e/ou uma flexibilidade indevida que expliquem a evolução dos depósitos na Conta Única. Uma primeira observação é que a EC n.º 95/2016 limitou o crescimento das despesas com vinculações constitucionais, mesmo nas áreas de saúde e educação, a sua atualização pelo IPCA. Vale lembrar que essa Emenda Constitucional retirou do teto dos gastos os pagamentos vinculados à dívida pública. Portanto, o expressivo crescimento da Conta Única, pelo menos a partir de 2017, não poderia ser explicado por uma excessiva rigidez que impediria o uso dos superávits financeiros para acelerar o resgate dos títulos da DPMFi. Por outro lado, o controle draconiano das despesas primárias previsto pela EC nº 95/2016 impediria o uso de recursos da Conta Única para o pagamento de despesas primárias em favorecimento aos pagamentos da dívida pública.**

Evidente que uma rigidez e/ou flexibilidade indevida no uso dos recursos da Conta Única poderiam ter ocorrido anteriormente a 2017. Entretanto, a evolução das principais movimentações da Conta Única,<sup>19</sup> entre 2011 e 2016 indicam que as suas fontes

19 Para mais detalhes da evolução da Conta Única e dos seus principais movimentos, ver a Tabela 1-A no Anexo

de crescimento foram: i) os lucros operacionais e cambiais com as reservas internacionais obtidos pelo BC; ii) os ganhos com operações do Tesouro; e, iii) os juros reais e outras variações patrimoniais transferidas para a Conta Única. Esses foram os principais fatores que impactaram o crescimento dos seus depósitos. Essas fontes de recursos não teriam *a priori* restrições para seu uso no resgate de títulos públicos.

Não há indicações, portanto, de uma vinculação dos recursos do superávit financeiro da Conta Única e/ou um desvio de seus recursos para o pagamento de despesas primárias de tal montante que impedisse um resgate mais agressivo de títulos públicos no período considerado. Tudo sugere que considerações do *trade off* entre custo fiscal e prazo dos títulos - em um regime de política monetária de taxa de juros básica cronicamente elevada para combater a inflação - colocam óbices para a gestão conjunta da dívida pública e da liquidez, que limitam um resgate maior desses títulos em mercado (Bresser-Pereira, 2004; Golbetti, 2011).

### **3. Custo Fiscal da DPMFi, das Operações Compromissadas e dos Swaps Cambiais: os limites do “ajuste estrutural” e a armadilha do baixo crescimento brasileiro**

As complementaridades da gestão da dívida pública e das políticas monetária e cambial podem ser avaliadas pelas inter-relações entre a DPMFi, as operações compromissadas e os contratos de swap cambial do BCB, todos esses agregados econômicos tendo sua rentabilidade vinculadas à taxa Selic. Essas complementaridades geram operações com fins nas polí-

ticas monetária e cambial que incorrem em custos fiscais expressivos, que em última instância são bancadas pelo Tesouro Nacional. A coevolução do saldo mensal real da DPMFi<sup>20</sup> e, especialmente, das operações compromissadas e do swap cambial, é mostrada no Gráfico 1, o que possibilita uma análise inicial dos mecanismos que essas complementaridades produzem de forma a fragilizar fiscalmente o Estado brasileiro.

As operações compromissadas são lastreadas em títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional em razão do comando do art. 34 da Lei Complementar no 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Antes desta lei, o BCB tinha a prerrogativa de emitir títulos para serem usados como lastro de operações de controle de liquidez no mercado aberto, o que foi vedado pela Lei de Responsabilidade Fiscal. O uso de títulos emitidos pelo Tesouro para lastrear as operações compromissadas não é uma particularidade doméstica, pois os bancos centrais de outros países, mesmo que não de forma tão frequente, utilizam esse procedimento. Entretanto, o que chama atenção é a magnitude que essas operações assumiram no caso brasileiro, e que foge do padrão internacional (Pellegrini, 2017).

O Gráfico 1 mostra que as operações compromissadas tiveram uma elevação expressiva, entre dezembro de 2011 e 2018. Nesse período, o saldo real dessas operações passou de R\$ 350,6 bilhões para R\$ 1.324,3 bilhões, o que significa uma variação de 278% do saldo dessas operações no período. Esse saldo correspondia a 34,0% do estoque da DPMFi<sup>21</sup> a preços correntes, em dezembro 2018, com essas operações concentradas em até três sema-

---

do presente capítulo.

20 Como a evolução da DPMFi foi tratada na seção anterior, essa seção se foca nas operações compromissadas e com contrato de swap cambial.

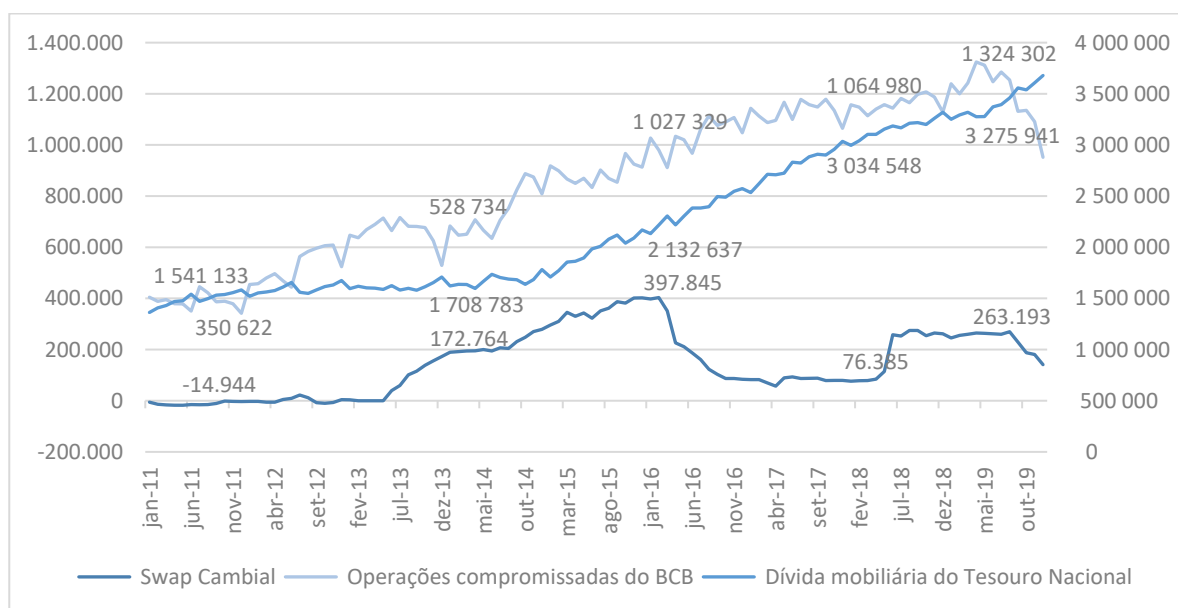
21 Pelo critério de contabilização da DPMFi utilizado pelo Demac/BCB.

nas de liquidação. Essas operações se reduzem para R\$ 951,5 bilhões em dezembro de 2019. A questão que se coloca é quais determinantes explicam a magnitude que as operações compromissadas adquiriram no caso brasileiro, pelo menos até 2018?

Um primeiro fator da expansão das operações compromissadas foi a aquisição de reservas internacionais, dos juros incidentes nessas operações e do resgate de títulos públicos no mercado primário. Deve ser salientado que os resgates de títulos públicos tiveram impacto menos acentuado na expansão das operações compromissadas

em razão dos efeitos contracionistas, pelo menos até 2015, dos superávits primários e dos recebimentos das dívidas renegociadas dos governos subnacionais depositados na Conta Única. Desse modo, ao menos em parte, os superávits primários foram mantidos nessa conta para limitar a expansão da base monetária. Posteriormente, a carga de juros sobre o saldo das operações compromissadas foi adquirindo, progressivamente, maior importância para explicar o seu crescimento (Magalhães e Costa, 2018; Pellegrini, 2017). O ciclo de alta da taxa Selic contaminou o custo fiscal dessas operações a partir de 2015.

**Gráfico 1 - Evolução do estoque da DPMFi, das operações compromissadas e do saldo operações com swap cambiais, 2011 e 2019. (Em R\$ milhões: IPCA 2019)**



Fonte: BCB e IBGE. Elaboração dos autores

Notas:

- 1 - O saldo das Operações Compromissadas e dos swaps cambiais está representado no eixo a direita; o saldo da DPMFi é exibido no eixo a esquerda.
- 2 - Dívida mobiliária do Tesouro Nacional em posição de carteira; a soma deste item com o valor registrado em "Dívida securitizadas e TDA" corresponde ao total da DPMFi no critério utilizado pelo Demab/Bacen.
- 3 - Operações compromissadas do Bacen incluem as operações compromissadas efetuadas no extra mercado.
- 4 - O contrato de swap cambial tem o valor de referência da posição credora assumida pelo Bacen.

O Gráfico 1 também sugere que as operações compromissadas e a DPMFi apresentam complementaridades como ativos para os agentes do mercado financeiro. Pode-se observar que a expansão mais acelerada do saldo de operações compromissadas amorteceu a expansão da DPMFi, e vice-versa. Isto em razão de que a taxa Selic fixa o piso de remuneração das operações compromissadas e da própria DPMFi (Hollanda, 2006; Lopreato, 2008).

**A complementaridade das operações compromissadas e da DPMFi como ativos financeiros possibilita o encurtamento do prazo da dívida pública e a manutenção da rentabilidade com risco mínimo para o mercado financeiro, conforme a evolução das suas expectativas acerca da taxa de juros básica e da inflação. Isso permite que esses agentes maximizem o retorno de suas carteiras de títulos, conjugando-as com operações do mercado aberto (*open market*) do BCB. Desse modo, as operações compromissadas permitem o encurtamento do prazo das aplicações pelas instituições financeiras em títulos públicos, com remuneração praticamente idêntica à taxa Selic, ou seja, essas operações possibilitam substituir a aquisição de LFT no mercado primário da dívida pública.**

**Deve ser registrado ainda que as operações compromissadas são um fator que trava a expansão do crédito bancário. Na hipótese de o BCB reduzir os depósitos compulsórios, objetivando maior oferta de crédito para a economia, os bancos podem recorrer a essas operações para garantir a remuneração dos saldos monetários liberados, sem necessidade de**

**incorrer no risco de inadimplência de crédito se esses saldos fossem direcionados para empréstimos. Tal mecanismo explicaria a pouca efetividade da redução dos depósitos compulsórios na expansão do crédito bancário em razão da crise financeira internacional em 2009 (Higa e Afonso, 2009).**

Outra fonte importante de custo fiscal é a despesa financeira decorrente das operações de contratos de *swap* cambial, que ganharam importância a partir de 2013, conforme se observa no Gráfico 1. Basicamente, a operação de *swap* cambial<sup>22</sup> tem como objetivo reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e permitir o *hedge* de empresas com dívidas nessa moeda ou de empresas exportadoras. A operação com *swap* cambial tradicional visa impedir que o real se desvalorize em relação ao dólar, e o *swap* cambial reverso tem efeito contrário: impedir que o real se valorize frente ao dólar. Essas operações usam como taxa de juros de referência a taxa formada no mercado de DI, que também é muito próxima à taxa Selic.

A estimativa do custo dessas operações depende da variação do dólar e da taxa Selic no período de vencimento do contrato, portanto, podem ocasionar perda ou ganho para o BCB. Entretanto, em situações de queda de crescimento e maior incerteza, o dólar tende a se valorizar frente ao real, o que eleva o custo dessas operações. Ou seja, exatamente quando há a queda do nível de atividade e, portanto, da arrecadação de tributos, o equilíbrio fiscal do Governo Central é pressionado pelo custo das operações de *swap* cambial.<sup>23</sup>

Essas operações cresceram de forma ex-

22 O contrato de *swap* cambial é um derivativo, negociado na BM&F Bovespa, que equivale à venda de dólares no mercado futuro. Nesse contrato, o BCB oferece pagar a variação do dólar mais um prêmio de risco, a contrapartida é o pagamento da diferença da taxa DI pela outra ponta no mesmo período. Se a variação do dólar é maior que a taxa DI, então o BCB paga essa diferença aos investidores, e vice-versa. O contrato de *swap* cambial reverso inverte os indexadores entre o BCB e os investidores. Para mais detalhes, ver Assaf Neto (2014).

23 Vale notar que a despesa com *swap* cambial é um custo efetivo para o BCB, pois cobrir a posição dos contratos

pressiva entre 2012 e 2015, conforme mostra o Gráfico 1. Um dos fatores que explica esse crescimento é que o diferencial das taxas de juros internacionais e a taxa Selic, em cenário de excesso de liquidez internacional, tornaram mais atrativas a compra de títulos públicos da DPMFi por investidores não residentes.<sup>24</sup> Isso lhes possibilitou ganhar com a arbitragem da taxa de juros internas e externas em operações de *carry trade*; ou seja, tomavam dinheiro emprestado a custo baixo em países desenvolvidos, com reduzida taxa de juros e elevada liquidez, e compravam títulos públicos brasileiros. Essas operações foram conjugadas com compra de *swap* cambial para evitar o risco de variações do real frente a moedas fortes e, portanto, na incerteza da rentabilidade do carregamento dos títulos da DPMFi por investidores não residentes.

Outro aspecto relevante é que o crescimento das operações de *swap* cambial cria duas pressões no custo fiscal da gestão do câmbio (Salto *et. al.*, 2015). A primeira é que as empresas não exportadoras ou sem dívida em moeda estrangeira utilizam essas operações para auferir ganhos financeiros com suas sobras de caixa por meio de operações estruturadas, que possibilitavam arbitragem ou especulação entre os diferenciais de taxas de juros interna e externa.

A segunda é que permite a volatilidade do estoque de títulos públicos em poder de investidores estrangeiros no carregamento de títulos da DPMFi. As operações de *swap* possibilitam que os prazos dos títulos carregados pelos investidores estrangeiros possam ser rapidamente encurtados sem prejuízo de perda de capital. Ou seja, os títulos da DPMFi desses investidores, no-

minados em real, podiam ser vendidos a qualquer momento em razão do movimento dos juros internacionais e da volatilidade dos mercados cambiais; o que pode pressionar o custo fiscal dessas operações, sem neutralizar a tendência de valorização do real – pelo menos no montante requerido –, em razão do diferencial das taxas de juros doméstica e internacionais. Isto coloca uma dúvida razoável na eficiência das operações de *swap* cambial para reduzir o processo de desindustrialização do país, em razão de uma tendência de apreciação do real decorrente da taxa de juros básica cronicamente elevada e do efeito da “doença holandesa”<sup>25</sup>, sem algum grau de reversão da atual abertura da conta de capital da economia brasileira.

**Em suma, a construção das complementaridades entre a gestão da dívida pública, liquidez e câmbio teve como base a generalização da taxa Selic como norma de valorização dos diferentes ativos de emissão do Estado brasileiro, em especial, títulos públicos, operações compromissadas e contratos de *swap* cambial. O resultado é que a capacidade de financiamento do Estado para suas políticas públicas sofre uma erosão em razão do elevado custo fiscal de um regime de política monetária que se caracteriza pela fixação de uma taxa de juros básica alta para manter a inflação dentro dos intervalos estabelecidos pelo regime de metas do BCB.**

A Tabela 3 mostra a evolução do custo do serviço de juros da DPMFi, das operações compromissadas, dos contratos de *swap* cambial e da DBGG entre 2011 e 2019. Essa Tabela permite avaliar os custos fis-

de *swap* cambial na BM&F Bovespa exige desembolsos em caixa (Salto *et al.*, 2015). A liquidação de contratos de *swap* amplia a base monetária que requer o uso de operações compromissadas para contrair a liquidez com o correspondente custo fiscal.

24 O investidor não residente ainda recebeu incentivo fiscal de incidência de alíquota zero de Imposto de Renda para aquisição de títulos públicos com a Lei n.º 11.312/2006.

25 Sobre a existência da doença holandesa e suas consequências, ver Bresser-Pereira (2007).

cais resultantes da gestão da dívida pública, liquidez e câmbio e suas inter-relações. A primeira observação diz respeito ao custo fiscal suportado pelo Estado brasileiro quando se considera o serviço de juros da DPMFi e das operações compromissadas. Esses dois fatores somaram R\$ 3.754.954,0 bilhões do acumulado do serviço de juros, o representa 93,3% do total acumulado do serviço de juros pagos pela DBGG que foi de R\$ 4.026,7 bilhões, entre 2011 e 2019.

As despesas financeiras com os contratos de *swap* cambial acumularam R\$ 64,5 bilhões de custo fiscal, bem menos que o custo da DPMFi e das operações compromissadas, mas essa despesa foi relevante para o Governo Central, exatamente quando o ciclo econômico se reverteu e o país entrou em recessão em 2017. Esse valor representou cerca de 20% do custo fiscal total do governo no mesmo ano, em situação de contração do nível de atividade, com impacto negativo na arrecadação tributária e, portanto, agudiza o desequilíbrio fiscal. Essa elevação do custo das operações com *swap* cambial não se deu por acaso, pois reflete a crise da economia brasileira, com queda de 3,8% do PIB em 2015, que torna o dólar ativo de *hedge* dos investidores.

**As informações que constam da Tabela 3 indicam ainda que a fragilidade fiscal estrutural do Estado brasileiro não se esgota no problema do crescimento das despesas primárias. A dimensão do custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio podem ser considerados fatores importantes que concorrem para a armadilha de baixo crescimento na qual se encontra a economia brasileira.<sup>26</sup> O registro da taxa de crescimento do PIB doméstico nas últimas quatro décadas aponta indicações robustas de que a economia brasileira enfrenta uma crise de crescimento tendencial (Marquetti *et al.*, 2022). Essa desaceleração de longo prazo do crescimento doméstico - acentuada a partir de 2014 - tem consequências importantes para a trajetória futura de desenvolvimento econômico e social do país. Essa armadilha de crescimento, sem dúvida, apresenta efeitos na *histerese* do emprego qualificado e formal, na dinâmica de investimento privado e público e, ainda, na distribuição de renda e redução da pobreza.**

---

26 Aqui a expressão "armadilha de baixo crescimento" é utilizada no sentido semelhante ao conceito da "armadilha da renda média", que pode ser definida como a tendência de um país apresentar baixas taxas de crescimento ao longo tempo, depois de um período de rápido crescimento, que o impede alcançar a renda *per capita* dos países classificados como desenvolvidos. Para uma resenha e discussão da armadilha da renda média, ver Glawea e Wagner (2016).

**Tabela 3 – Custo fiscal da gestão da dívida mobiliária, da liquidez e do câmbio, 2011 a 2019.****(Em R\$ milhões: IPCA de 2019)**

Serviço de Juros									
Anos	Juros Apropriados da DPMFi	%	Operações Ompromissadas	%	Subtotal %	Dívida Bruta Governo Central	%	Resultados Operações de Swap Cambial	Total Custo Fiscal
2011	313.101	77,3	59.820	14,8	92,1	405.066	100	-1.108	371.813
2012	290.471	77,9	59.936	16,1	93,9	373.059	100	-1.685	348.722
2013	276.275	71,4	71.388	18,5	89,9	386.854	100	3.373	351.036
2014	299.979	71,6	89.775	21,4	93,1	418.751	100	14.280	404.034
2015	397.901	70,9	130.267	23,2	94,1	561.575	100	128.945	657.113
2016	391.318	67,4	152.789	26,3	93,7	580.836	100	-95.141	448.966
2017	336.640	71,7	108.809	23,2	94,8	469.727	100	-6.711	438.738
2018	327.307	77,6	66.811	15,8	93,5	421.642	100	14.795	408.913
2019	316.155	77,3	66.211	16,2	93,4	409.213	100	7.744	390.110
<b>Total</b>	<b>2.949.148</b>	<b>73,2</b>	<b>805.806</b>	<b>20,0</b>	<b>93,3</b>	<b>4.026.724</b>	<b>100</b>	<b>64.491</b>	<b>3.819.445</b>

Fonte: BCB. Elaboração dos autores

Sem a pretensão de esgotar a discussão do problema das causas da armadilha de baixo crescimento da economia brasileira, um impacto importante do elevado custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio é a redução da capacidade do investimento do governo em geral e, em particular, do Governo Central. Se considerado o atual cenário de estagnação da renda *per capita* brasileira e da baixa produtividade do trabalho, a expansão do investimento em infraestrutura econômica é um instrumento relevante para a aceleração do crescimento, da produtividade e melhoria na distribuição de renda, conforme mostram estudos internacionais sobre o tema (Calderón e Servén, 2004; Calderón e Servén, 2010; Abiad, Furceri e Topalova, 2016).

Contudo, a alta taxa de juros nominais, praticada no regime de metas de inflação brasileiro, causa um elevado custo fiscal, como visto anteriormente, que pressiona o

nível do superávit necessário para manter a trajetória da dívida pública sobre controle. Desta forma, a dinâmica da dívida pública – que depende também da taxa de crescimento do PIB – opera para comprimir as despesas discricionárias, como o investimento público, que não está protegido por regras de vinculações constitucionais. A evolução recente das regras fiscais no Brasil corrobora para que o investimento seja uma variável de ajuste em uma situação de deterioração das contas públicas.

Em especial, **a aprovação da Emenda Constitucional n.º 95/2016 – que criou o novo regime fiscal do teto de gastos sem extinguir legalmente o regime de meta de resultado primário – reforçou a tendência de compressão das despesas do investimento público. O resultado é que a compressão sistemática desse investimento pelo custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio, no quadro de financeirização periférica da**

**economia brasileira (Oreiro *et.al.*, 2020), contribui para enfraquecer a acumulação do capital produtivo e, portanto, opera para a redução tendencial das taxas de crescimento, o que impede atualmente qualquer perspectiva mais otimista de desenvolvimento socioeconômico inclusivo e ambientalmente sustentável do Brasil.**

#### **4. Considerações Finais**

O diagnóstico dominante é que o problema fiscal é o maior responsável pela semiestagnação da economia brasileira. A receita para a retomada do crescimento seria um ajuste fiscal estrutural, focado na compressão das despesas primárias. Consoante com esse diagnóstico, tem sido aprovado um endurecimento progressivo das regras fiscais domésticas. Esse processo culminou com a aprovação da EC n.º 95/2016, que dispõem que as despesas primárias, inclusive as de saúde e educação, somente sejam reajustadas pela inflação, medida pelo IPCA, por uma década, no mínimo, a partir de sua aprovação em 2016.

Contudo, a taxa de crescimento da economia se manteve estagnada do crescimento com a aprovação da emenda do teto do gasto. Mesmo anteriormente ao impacto da pandemia de Coronavírus-19, a economia brasileira continuou apresentando taxas anêmicas de crescimento, desafiando o diagnóstico do ajuste fiscal estrutural. Tudo indica que a quebra da “máquina de crescimento” da economia brasileira não pode ser reduzida ao problema fiscal do Estado. Nem mesmo é possível creditar todo desequilíbrio fiscal ao crescimento descontrolado das despesas primárias do setor público. Esse trabalho procurou mostrar evidências de que a questão fiscal brasileira tem um componente financeiro importante, que atua no sentido de contribuir

para a manutenção e mesmo aprofundar o desequilíbrio das contas públicas.

**No caso brasileiro, a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio apresenta um alto custo fiscal em razão do serviço de juros e de despesas de natureza financeira entre 2011 e 2019. Esse custo fiscal, por sua vez, expande o estoque de títulos da dívida pública em um processo autoalimentado de deterioração da sua sustentabilidade nesse período. Nesse quadro, a política de ajuste fiscal tende a se tornar permanente e de reduzida eficácia, independentemente da fase do ciclo econômico e das necessidades de financiamento de políticas sociais para a população mais pobre. Paradoxalmente, um dos resultados da política de ajuste fiscal permanente é a compressão da capacidade de investimento público em infraestrutura econômica, em especial a do Governo Central. Por sua vez, isto dificulta a retomada do crescimento e o aumento da produtividade do trabalho que, ao fim e ao cabo, ajudaria na melhoria dos indicadores de endividamento do Governo em Geral.**

Em síntese, as evidências aqui apresentadas sugerem que o equacionamento da questão fiscal brasileira vai requerer uma abordagem integrada, na qual exista uma regra fiscal anticíclica para as despesas primárias, e que considere também a execução de reformas institucionais que reduzam o custo fiscal-financeiro da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio. A crença no ajuste fiscal expansionista se desfez no melhor do pensamento econômico dos países desenvolvidos, mas aqui continua hegemônica, ajudando a perpetuar a não superação da armadilha de baixo crescimento da economia nacional.



## Referências

- MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; MIEBACH, A.; MORRONE, H. **Uma Interpretação da economia brasileira a partir da taxa de lucro: 1950-2022** Trabalho apresentado no Webinário do Grupo de Pesquisa de Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento em 19 de novembro de 2022.
- ABIAD, A.; FURCERI, D.; TOPALOVA, P. **The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies**. IMF Working Papers 15/95. 2016.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- ATHAIDE, D. R.; VIANNA, A. C. Dívida pública brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova Economia**, v. 25, n. 2, 2016.
- BARBOSA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 1, 2015.
- BRESSERPEREIRA, L.C. Macroeconomia pósPlano Real: As relações básicas, *in* João Sicsú, Luiz Fernando de Paula e Renaut Michel, orgs., **Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social**. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer. 2004.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Doença Holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana. **Revista de Economia Política**, n.º 28 (1), pp.47-71, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da estagnação**. São Paulo: Editora 34, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Capitalismo Financeiro Rentista. **Estudos Avançados** 32 (92) 2018.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; PAULA, L. F.; BRUNO, M. **Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2019 (Texto para Discussão, n. 22).
- CALDERÓN, C.; SERVÉN, L. **The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution**. Policy Research Working Paper N. 3400. World Bank. 2004.
- CALDERÓN, C.; SERVÉN, L. **Infrastructure, Growth, and Inequality: An Overview**. Policy Research Working Paper 7034, World Bank, Development Research Group, Macroeconomics and Growth Team. 2014.
- DORNELAS, L. N.; Terra, F.H. **SELIC: o mercado brasileiro de dívida**. Campinas: Alínea, 2021.
- FURMAN, J. SUMMERS, L. **A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates** Jason Furman and Lawrence Summers, Washinton: Brookings: (Discussion Draft), 2020
- GLAWE, L. AND WAGNER, H. **The middle-income trap - definitions, theories and countries concerned: a literature survey**. MPRA Paper n. 71196. 2016.
- GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1514).
- GOBETTI, S.W.; AMADO, A.M. Ajuste fiscal no Brasil: algumas considerações de caráter

póskeynesiano. **Revista de Economia Política**, vol. 31, nº 1 (121), pp. 139-159. janeiro-março/2011.

HADZI-VASKOV, M.; RICCI, L. A. **Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?** IMF Working Paper n. 16/246. 2016.

HENAO-ARBELAEZ, C; SOBRINHO, N. **Government Financial Assets and Debt Sustainability.** IMF Working Paper n. 17/173. 2017.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil.** Brasília: Senado Federal, Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa, 2009. (Texto para Discussão, n. 66).

HOLANDA, F. B. The contagion effect of public debt on monetary policy: the brazilian experience. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 2, 2006.

LARA REZENDE, A. **A camisa de força ideológica da macroeconomia.** Valor Econômico, 11/02/2022.

LOPREATO, F. L. C. **Problemas da gestão da dívida pública brasileira.** Campinas: Unicamp, 2008. (Texto de Discussão, n. 139).

SILVA, M.S. **Política econômica emergencial orientada para a redução dos impactos a Covid-19 no Brasil: medidas fiscais, de provisão de liquidez e de liberação de capital.** Brasília: Ipea, 2020, (Texto para Discussão, n. 2576).

OREIRO, J. L.; SANTOS, J. F. C. **Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries.** Cheltenham: Edward Elgar Publishing (no prelo). 2022.

PELLEGRINI J. A. **As operações compromissadas do Banco Central.** Brasília: Instituição Fiscal Independente, 2017. (Estudo Especial, n. 3).

SALTO F. *et al.* **As duas dimensões do ajuste fiscal.** Campinas: IE-Unicamp, 2015. (Texto de Discussão, n. 262).

SILVA, M.S. **Política econômica emergencial orientada para a redução dos impactos a Covid-19 no Brasil: medidas fiscais, de provisão de liquidez e de liberação de capital.** Brasília: Ipea, 2020, (Texto para Discussão, n. 2576).

## Anexo

**Tabela 1-A – Evolução da Conta Única, 2011 a 2019:  
principais movimentações**

(Em bilhões de R\$ constantes: IPCA dez. 2019)

Principais movimentações										
Ano	Resultado primário do Governo Federal	Resgate líquido de títulos em mercado pelo TN	Transferência de resultado positivo do BCB (operacional)	Transferência de resultado positivo do BCB (cambial)	Pagamentos e/ou reações de títulos na carteira do BCB	Demais operações financeiras do TN	Total A	Juros reais e outras variações patrimoniais B	Variação dos estoques C=A+B	Estoque
2011	156	-120	29	0	-65	40	41	77	118	792
2012	136	-201	38	195	-66	46	146	80	226	970
2013	113	-210	42	24	-60	69	-23	75	53	969
2014	-28	-177	28	23	-13	21	-147	77	-70	845
2015	-152	191	82	150	-72	50	249	113	362	1.156
2016	-188	-19	50	135	-69	153	63	124	187	1.231
2017	-131	142	22	0	-154	59	-63	107	44	1.203
2018	-125	-21	38	161	-111	165	107	104	211	1.380
2019	-92	42	49	0	-99	168	68	103	171	1.501

Fonte: BCB.

# 23 O Brasil Pós-Pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal

*José Luis da Costa Oreiro<sup>1</sup>*

*Helder Lara Ferreira Filho<sup>2</sup>*

## Resumo

O Brasil convive com uma forte elevação do endividamento público desde 2014. Inclusive, por conta da pandemia, houve um salto em nível da dívida/PIB em 2020. Isso ocorreu não obstante as regras fiscais existentes no país e mesmo com a introdução do teto de gastos do governo federal em 2016. Sendo assim, pretende-se, neste capítulo, analisar a sustentabilidade da dívida no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será analisada a pertinên-

cia do atual arcabouço fiscal brasileiro – suas regras fiscais – para que se combine sustentabilidade da dívida com crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico no curto e médio-prazo possa ser autofinanciável.

---

1 Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB), Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País Basco (Bilbao/Espanha), Pesquisador Nível IB do CNPq, Membro Sênior da Post-Keynesian Economics Society e Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. E-mail: [joreiro@unb.br](mailto:joreiro@unb.br). Página Pessoal: [www.joseluisoreiro.com.br](http://www.joseluisoreiro.com.br). Página do Grupo de Pesquisa: [www.sdmrg.com.br](http://www.sdmrg.com.br)

2 Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), doutorando em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e pesquisador do Grupo Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. É Auditor Federal de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional. Opiniões pessoais, e não institucionais. E-mail: [helder.laferf@gmail.com](mailto:helder.laferf@gmail.com)

## 1. Introdução

A grande recessão brasileira<sup>3</sup> (2014-2016) deixou duas grandes cicatrizes na economia do país. A primeira cicatriz foi a redução persistente da taxa de crescimento do PIB, a qual passou de 2,8% a.a no período 1980-2014 para menos de 1,4% a.a no período 2017-2019. Deve-se observar que, uma vez terminada a recessão no quatro trimestre de 2016, seria de se esperar a obtenção de taxas mais robustas de crescimento nos anos subsequentes, caso a tendência de crescimento do período 1980-2014 fosse mantida inalterada. Em outras palavras, a grande recessão produziu uma redução da tendência de crescimento de longo-prazo da economia brasileira, provavelmente a *histerese*<sup>4</sup> gerada pelos efeitos de sucateamento do capital e perda de qualificação profissional dos desempregados devido a duração e a profundidade da recessão. A segunda cicatriz foi um aumento de aproximadamente 25 p.p da DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) entre o final de 2014 e o início de 2017. Essa elevação do endividamento público colocou a sustentabilidade da dívida pública no centro do debate de política econômica, deslocando para um plano secundário os efeitos da grande recessão sobre o crescimento da economia brasileira. Podemos afirmar, sem exageros, que o “desequilíbrio fiscal” é tido, nos últimos 5 a 6 anos, como o principal problema da economia brasileira.

Essa obsessão pelo “desequilíbrio fiscal”

levou à introdução de uma nova regra fiscal, o teto de gastos, por intermédio da EC 95/2016. A ideia subjacente à nova regra fiscal era realizar um ajuste fiscal pelo lado da despesa primária da União, congelando-se os gastos primários em termos reais por um período de até 20 anos. Dessa forma, a União poderia voltar a exibir um nível de superávit primário necessário para a redução da relação dívida pública/PIB, pela diminuição gradual da despesa primária como proporção do PIB. Está claro que para que essa estratégia fosse bem sucedida seria necessário que: (i) a economia apresentasse um crescimento minimamente robusto nos anos subsequentes, de maneira a permitir a redução do gasto primário como proporção do PIB por intermédio de um aumento do denominador dessa relação; e (ii) o ritmo de crescimento das despesas ditas obrigatórias – como, por exemplo, os gastos com a folha de pagamentos dos funcionários públicos e com os benefícios previdenciários – deveria ser reduzido de maneira a permitir que o “teto de gastos” conseguisse produzir a redução necessária na despesa primária como proporção do PIB antes que o esmagamento das despesas discricionárias, entre as quais o investimento público – usadas como variável de ajuste para o atendimento do teto – levasse o governo federal a uma situação de *shutdown* por incapacidade legal de realizar os gastos necessários para o simples funcionamento da máquina estatal.

3 Uma análise das causas grande recessão brasileira pode ser obtida em Oreiro (2017).

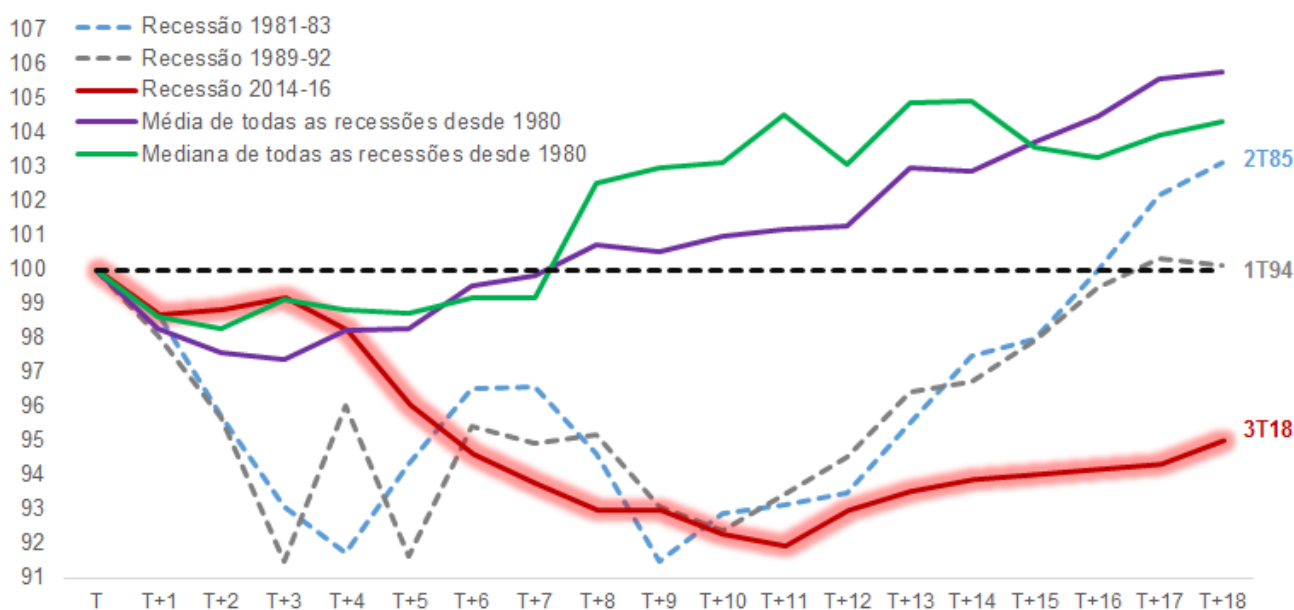
4 O conceito de histerese foi formulado originalmente na Física. A histerese é a propriedade que um objeto, sistema ou material possui de manter suas características mesmo que não receba mais qualquer ação que fora necessária para a sua formação. Ou seja, trata-se de algo que foi formado por meio de algum estímulo forçado e sem o qual não aconteceria. No entanto, esse estímulo não precisa se manter ou se repetir para que a formação mantenha sua conservação ou seu resultado. Na economia o conceito de histerese é, geralmente, aplicado ao mercado de trabalho. Dizemos que a taxa de desemprego apresenta histerese se aquela apresenta dificuldade para retornar ao seu valor original após a ocorrência de uma crise. Esse conceito também pode ser aplicado à taxa de crescimento. Nesse caso, o crescimento apresenta histerese se após a ocorrência de uma crise, a economia não consegue retornar o ritmo de crescimento que possuía anteriormente a ela.

A introdução do teto de gastos resultou numa contração significativa do investimento líquido a partir de 2014, o qual se tornou crescentemente negativo no período 2016-2020, conforme dados do *Observatório de Política Fiscal* do IBRE/FGV.<sup>5</sup> Em função do elevado multiplicador fiscal dos investimentos públicos (Resende e Pires,

2021), essa redução dos investimentos da União teve um efeito fortemente contracionista sobre a demanda agregada; explicando, ao menos em parte, o ritmo extremamente lento de recuperação da economia brasileira após o término da grande recessão (Ver Gráfico 1).

**Gráfico 1: Padrão de evolução do PIB brasileiro dessazonalizado em recessões**

Pico imediatamente anterior ao início da recessão = T = 100.



Fonte: Borges e Borça Jr.(2019).

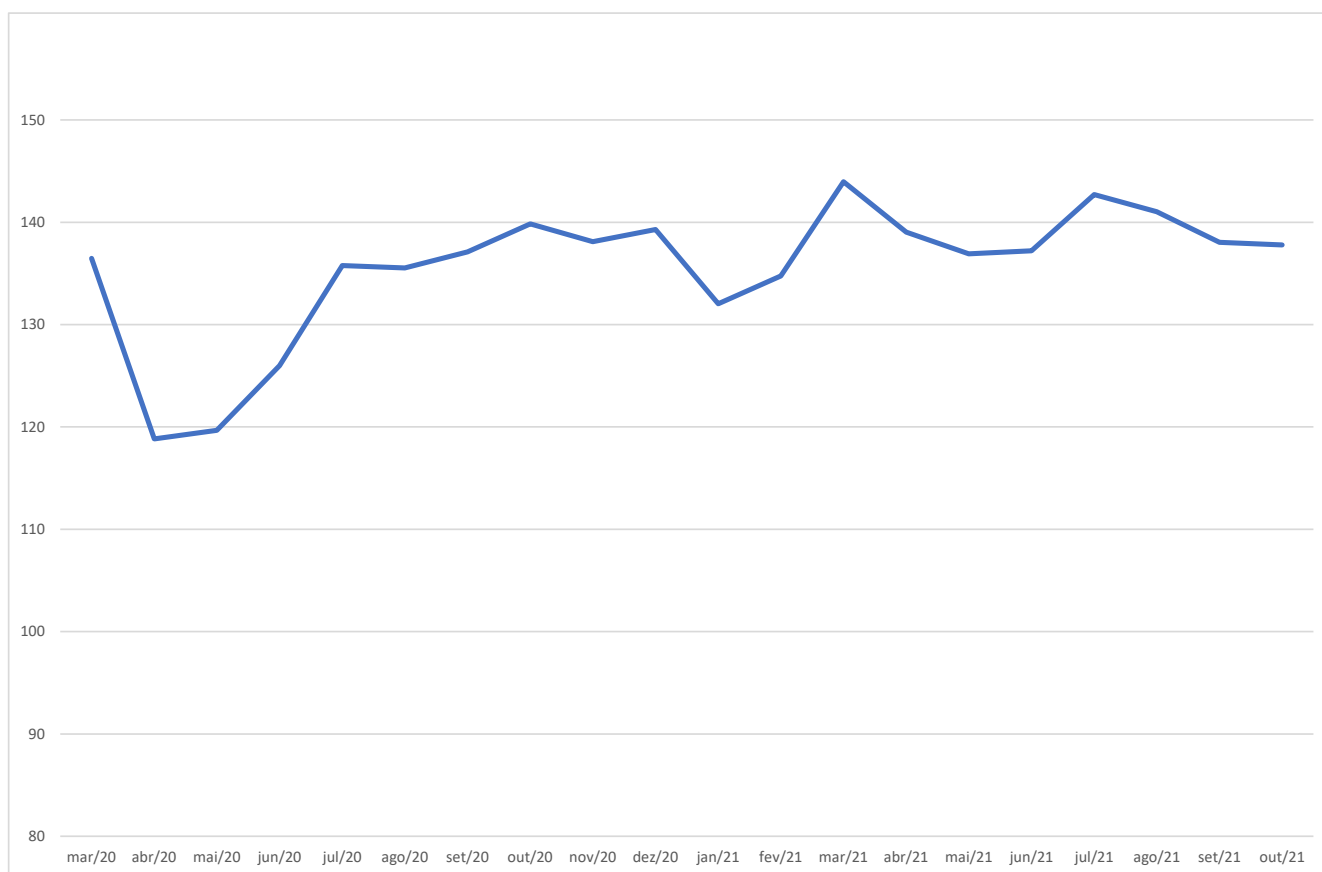
5 Ver [Investimentos públicos: 1947-2020 | Observatório de Política Fiscal \(fgv.br\)](https://www.fgv.br/observatorio-politica-fiscal/informacoes-informacao-investimentos-publicos-1947-2020).

A eclosão da pandemia de covid-19 no final do primeiro trimestre de 2020 produziu uma nova contração do nível de atividade econômica no Brasil e no mundo. Para viabilizar o sustento dos trabalhadores do setor informal da economia durante o período de lockdown, o Congresso Nacional aprovou, por intermédio da EC 10/2020, a introdução de um Auxílio Emergencial de R\$ 600,00 para aproximadamente 66 milhões de pessoas. Junto com outras medidas de auxílio governamental, a despesa primária da União aumentou cerca de 7 p.p com respeito ao PIB no ano de 2020, produzindo assim um crescimento expressivo da relação dívida pública/PIB, a qual fecha o ano de 2020 em torno de 88%.

O ano de 2021 se iniciou com um retorno à política de austeridade fiscal com a revogação do estado de calamidade pública e,

por conseguinte, com o retorno ao “teto de gastos”. A equipe econômica do governo e os analistas do mercado financeiro acreditavam que a simples “normalização” do funcionamento da economia, com o afrouxamento gradual das medidas de distanciamento social permitido pelo avanço da vacinação da população contra a covid-19, faria com que a economia brasileira recuperasse o seu ímpeto de crescimento, exibindo na sequência taxas mais robustas. Essa expectativa, contudo, não foi confirmada. Os dados sobre a evolução do nível de atividade econômica, medido pelo IBC-Br, no início do segundo semestre de 2021 apontam para uma clara desaceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira, após uma recuperação relativamente rápida ocorrida entre o terceiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021 (Gráfico 2)

**Gráfico 2 - Evolução do IBC-Br (2020.03-2021.10)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Nesse contexto, vários economistas brasileiros têm se posicionado publicamente por uma mudança no arcabouço fiscal do Brasil, inclusive pela eliminação do “Teto de Gastos”<sup>6</sup> como condição necessária para viabilizar um aumento do investimento público e, dessa forma, uma aceleração do crescimento da economia brasileira.

Essa tese, contudo, encontra forte resistência entre os economistas do mercado financeiro, a grande mídia e no congresso nacional. O argumento é que sem o “teto de gastos” a economia brasileira irá perder sua “âncora fiscal”, o que levará a um aumento da percepção de risco por parte do mercado financeiro e o consequente aumento do prêmio de risco (a taxa de juros) sobre os títulos da dívida pública. A elevação do custo de carregamento da dívida poderia eventualmente colocar a dívida pública numa trajetória explosiva, podendo inclusive desembocar numa hiperinflação.<sup>7</sup>

Isso posto, o grande desafio do quadro fiscal brasileiro está em desenhar um novo arcabouço de política fiscal que atenda simultaneamente dois objetivos. Em primeiro lugar, o novo arcabouço fiscal deve ser crível, ou seja, deve fazer com que os agentes econômicos não só acreditem em sua capacidade de controlar a dinâmica da dívida pública, como também acreditem em sua viabilidade política. Em segundo lugar, o novo arcabouço fiscal deve proporcionar o espaço de manobra necessário para que o governo federal consiga aumentar o investimento público nos próximos anos, revertendo a deterioração do estoque de capital público (e do capital privado corre-

lacionado a ele) em curso desde 2015.

Tendo isso em mente, o objetivo deste texto será, primeiramente, analisar a sustentabilidade da dívida pública no atual contexto da economia brasileira. Com base nisso, será analisada a pertinência do atual arcabouço fiscal brasileiro – ou seja, de suas regras fiscais – para que se possa combinar o objetivo de sustentabilidade da dívida pública com a retomada do crescimento econômico. Por fim, será demonstrada a importância dos multiplicadores fiscais, de diferentes despesas, para que esse arranjo seja viável e o impulso fiscal necessário para a aceleração do crescimento econômico nos curto e médio prazos possa ser eventualmente ser autofinanciável, de maneira a ser compatível com uma trajetória simultânea de redução da dívida pública como proporção do PIB.

## **2. Sustentabilidade da dívida no contexto da economia brasileira**

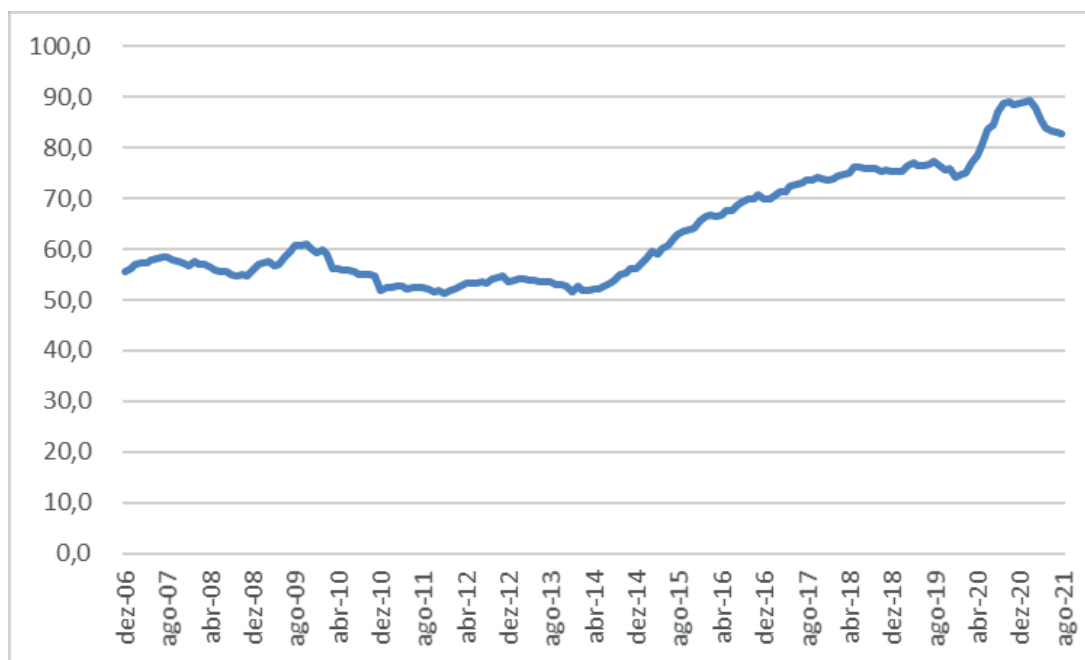
No Brasil, tem ocorrido discussões sobre política fiscal, arcabouço fiscal e sustentabilidade da dívida desde 2013, ao menos. Com a pandemia do Covid-19, essa discussão ficou ainda mais intensa, dada a deterioração fiscal causada pela queda do PIB e pelas despesas necessárias ao enfrentamento da pandemia. Em dado momento, chegou-se a cogitar que a dívida bruta passaria de 100% do PIB, o que não ocorreu por conta de um conjunto de fatores, a saber: a melhora do nível de atividade frente ao esperado, a maior inflação e a maior arrecadação.

---

6 Ver [380 economistas assinam manifesto pelo fim do teto de gastos - Carta Maior](#).

7 A tese de que a elevação persistente da relação dívida pública/PIB levaria, mais cedo ou mais tarde, a uma situação de hiperinflação, no caso em que a dívida é denominada na moeda doméstica, não tem comprovação empírica e escassa fundamentação teórica. Argumenta-se que se a dívida pública entrar numa trajetória explosiva isso levaria a uma fuga de capitais do país, produzindo assim uma maxidesvalorização da taxa de câmbio e, portanto, numa aceleração da inflação. Esse argumento supõe implicitamente que a dívida pública, embora denominada na moeda doméstica, é retida fundamentalmente por credores externos, do contrário a imposição de controles à saída de capitais do país por parte de residentes domésticos seria suficiente para controlar esse movimento. No caso brasileiro, mais de 90% da dívida bruta do governo geral é mantida por residentes no Brasil.



**GRÁFICO 3: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB (Dez-06 a Ago/21)**

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se verifica no Gráfico 3, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) estava próxima de 50% do PIB em 2014. Entre 2004 e 2013, o Brasil obteve um crescimento relativamente relevante do PIB, dado o ciclo virtuoso causado pelo boom de commodities, pela expansão do crédito como proporção do PIB e pela redução da pobreza no país. Isso permitiu a redução da dívida no Brasil até 2014, apesar de possuir uma das mais altas taxas de juros no mundo, algo considerado um *puzzle* por muitos (Segura-Ubierno, 2012). O crescimento das receitas durante o período de boom das commodities e da formalização da economia, especialmente do seu mercado de trabalho, também contribuíram para esse cenário de redução da dívida.

De 2014 a 2016, houve uma combinação de eventos negativos e erros de política econômica, os quais levaram a declínios do PIB de -3,55% e -3,28% em 2015 e em 2016, respectivamente. Essa contração do PIB

pode ser explicada por uma série de fatores. Em primeiro lugar, ocorreram grandes manifestações contra o governo em 2013, na sequência da chamada “Primavera Árabe”, aumentando a percepção de incerteza entre os agentes econômicos. Também ocorreu um choque hídrico adverso, além dos efeitos secundários da operação Lava-Jato, impactando diversas empresas, incluindo a Odebrecht e a Petrobras.<sup>8</sup> Tudo isso levou a uma redução do estado de confiança dos empresários, resultando em cortes nos planos de investimento. Somou-se a isso a resposta incorreta de política econômica em 2015, com grande corte nos investimentos e no crédito públicos, além de um choque de juros fortíssimo com a elevação da Selic passando de 7,25% a 14,25% (Oreiro, 2017).

No entanto, cabe ressaltar que havia causas estruturais para a crise. A primeira delas é a regressão da estrutura produtiva do Brasil (Ferreira-Filho et al., 2017; Oreiro e

8 A Petrobras detinha parte relevante da Formação Bruta de Capital Fixo do Brasil (cerca de 10%) até aquele momento.

D'Agostini, 2017). Em parte, isso foi resultado da sobrevalorização cambial até 2013, em conjunto com o incremento do custo de trabalho unitário. O pico de produção industrial no Brasil (em 2008) não foi ultrapassado por conta de a incapacidade das firmas nacionais acessarem a demanda externa, e nem mesmo toda a demanda interna em expansão, que vazava para o exterior (Oreiro e D'Agostini, 2017). A segunda se refere à tendência de crescimento da dívida do setor privado não-financeiro,<sup>9</sup> o que aumentou os encargos financeiros pagos ao setor financeiro, reduzindo assim a renda corrente líquida dos agentes do setor não-financeiro, levando a uma queda nos planos de consumo e/ou de investimentos.

De todo modo, com um crescimento negativo e com a alta da taxa de juros entre 2014-2016, a DBGG passa rapidamente de 50% do PIB em 2013 para 70% em 2016, como se vê no Gráfico 1. Este movimento foi visto como insustentável por grande parte dos economistas à época. Para eles, deveria haver algum mecanismo de controle das despesas públicas que cresciam sistematicamente acima do crescimento do PIB. E assim foi feito, com a aprovação de uma regra fiscal (o chamado "Teto de Gastos") que impunha um limite para as despesas primárias do governo, sendo que não poderiam crescer além da inflação do

ano imediatamente anterior por um período de até 20 anos.<sup>10</sup> Para os idealizadores e apoiadores da medida, o Teto faria com que houvesse uma disputa explícita sobre o orçamento, o que levaria a reformas em despesas obrigatórias (como a reforma da previdência) para preservar despesas discricionárias, mas importantes (como o investimento público, gastos em ciência e tecnologia, etc.). Além disso, com uma situação fiscal melhor, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, elevando o consumo e o investimento privados, restaurando o crescimento econômico – a tese da *contração fiscal expansionista*.<sup>11</sup>

A visão mais otimista sobre o Teto não se confirmou, entretanto, como veremos na próxima seção. Entre 2017 e 2019, a inflação ficou sistematicamente abaixo da meta, não obstante a queda na taxa de juros, a desvalorização cambial, déficits primários e outros choques de oferta no período (como a greve dos caminhoneiros), demonstrando que a economia realmente estava operando abaixo de sua capacidade total.

Logo, mesmo antes da pandemia, se fazia necessário algum aumento do gasto público para impulsionar o crescimento econômico. No entanto, isso não é consensual entre os economistas brasileiros, dado que parte deles acredita não ser necessário tal

---

9 De certa forma, algo derivado do primeiro problema estrutural. De fato, a depender da poupança do governo e a poupança externa, a poupança privada acaba caindo (exatamente o que ocorreu, dado um saldo em Conta Corrente deficitário e elevado, combinado com um déficit público não tão elevado até aquele momento).

10 O indexador do Teto de Gastos poderia ser alterado após 10 anos de vigência. Até lá, no entanto, as despesas não poderiam exceder a inflação terminada em 12 meses de junho do ano anterior.

11 A tese da **contração fiscal expansionista** é analisada por Perotti (2014). A análise dos processos de consolidação fiscal na Dinamarca (1983-1987), Irlanda (1987-1989), Finlândia (1992-1996) e Suécia (1993-1997) mostrou que: (i) a consolidação fiscal ocorrida nesses países foi menor do que o alardeado inicialmente pelo Fundo Monetário Internacional e não foram baseados em corte de despesas, mas em aumento de receitas; (ii) a consolidação fiscal nesses países foi precedida por uma desvalorização da taxa de câmbio nominal, aumentando a competitividade das exportações; (iii) a consolidação fiscal foi acompanhada por políticas de renda nas quais o governo, os sindicatos e as entidades empresariais concordaram em trocar moderação salarial por impostos e contribuições previdenciárias mais baixas, permitindo assim que a desvalorização nominal do câmbio não fosse corroída pela aceleração da inflação; e (iv) a recuperação do nível de atividade econômica que se seguiu à recessão gerada pela consolidação fiscal foi liderada pelas exportações, não pela demanda privada. Esses fatores levaram o autor a concluir que "[...] the notion of 'expansionary fiscal austerity in the short run is probably an illusion: a trade-off does seem to exist between fiscal austerity and short-run growth'" (Perotti, 2014, p.202).

impulso fiscal. Eles citam não haver espaço fiscal para expansão de despesas, e que o Teto teria de ser respeitado. Curiosamente, eles mesmos traçam uma narrativa de que a taxa de juros estaria baixa por conta da melhor condição fiscal no período (o que, aliás, contradiz o próprio argumento liberal de que não haveria qualquer espaço fiscal!), e não por conta da falta de demanda ou da baixa inflação salarial.

A despeito de narrativas, vale lembrar que contrações fiscais normalmente são contracionistas, como mostrado por Alesina et al. (2019), que alegam que cortes de despesas seriam menos contracionistas que elevações de tributos, mas ambos seriam contracionistas. Contudo, alguns estudos indicam que não há grandes diferenças entre aumentar tributos ou cortar despesas, como Wiese et al. (2018), que corrigem uma falha metodológica que assume variabilidade igual dos balanços orçamentários dos países. Obviamente, isso não significa que em situações particulares nunca se deva retrair despesas, apesar de seus efeitos contracionistas na atividade econômica.

O ponto mais relevante nessa discussão se refere a multiplicadores fiscais, que vamos explorar mais profundamente adiante. Para o grupo otimista com o Teto de Gastos, os multiplicadores são menores do que 1 para os gastos do governo. Isso se baseia em alguns estudos<sup>12</sup> que indicam que o multiplicador seria reduzido em situações de percepção de insustentabilidade da dívida pública e em momentos do ciclo econômico que o país estaria operando acima de seu potencial. Ocorre que, antes da pandemia: (i) a dívida não estava em trajetória

insustentável (Pires, 2019B), uma vez que a dinâmica da dívida, de modo simplificado, depende basicamente da taxa de juros real, do crescimento econômico e do superávit primário (além da senhoriagem), e essas variáveis apontavam para estabilização ou redução da dívida pública, inclusive no cenário-base da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2019B); (ii) não havia uma percepção de falta de controle fiscal – baseado no comportamento do Credit Default Swap (CDS) e da taxa de juros implícita dos títulos do governo que se reduziam sistematicamente; e (iii) o hiato do produto era estimado entre -4% e -7% do PIB, ou seja, com a economia operando abaixo do pleno emprego dos fatores de produção.

Sendo assim, é possível argumentar que há determinados gastos do governo que podem ter multiplicadores acima de 1, como é o caso dos investimentos públicos,<sup>13</sup> ou alguns programas sociais (como o Bolsa-Família), etc. Além disso, há estudos<sup>14</sup> em que os multiplicadores são bem maiores do que 1 quando existe um hiato do produto negativo, exatamente a situação em que a economia brasileira se encontrava por anos. Segue-se que manter uma política fiscal restritiva nessas circunstâncias não parece algo razoável. Ao contrário, uma expansão seletiva de despesas de melhor qualidade poderia reduzir o desemprego, aumentar a renda, mas também elevar a arrecadação com a aceleração do crescimento econômico. Tanto o maior crescimento quanto as receitas mais elevadas contribuiriam para uma melhor dinâmica da dívida.

De todo modo, até meados de 2019 a dívida continuou aumentando, até atingir o patamar de 77,4% do PIB. Depois disso, passa

12 Ilzetzki et al. (2013); Nickel e Tudyka (2013).

13 Izquierdo et al. (2019) mostram que o investimento público em países em desenvolvimento com um baixo estoque inicial de capital público (como proporção do PIB) teria valores elevados para os multiplicadores

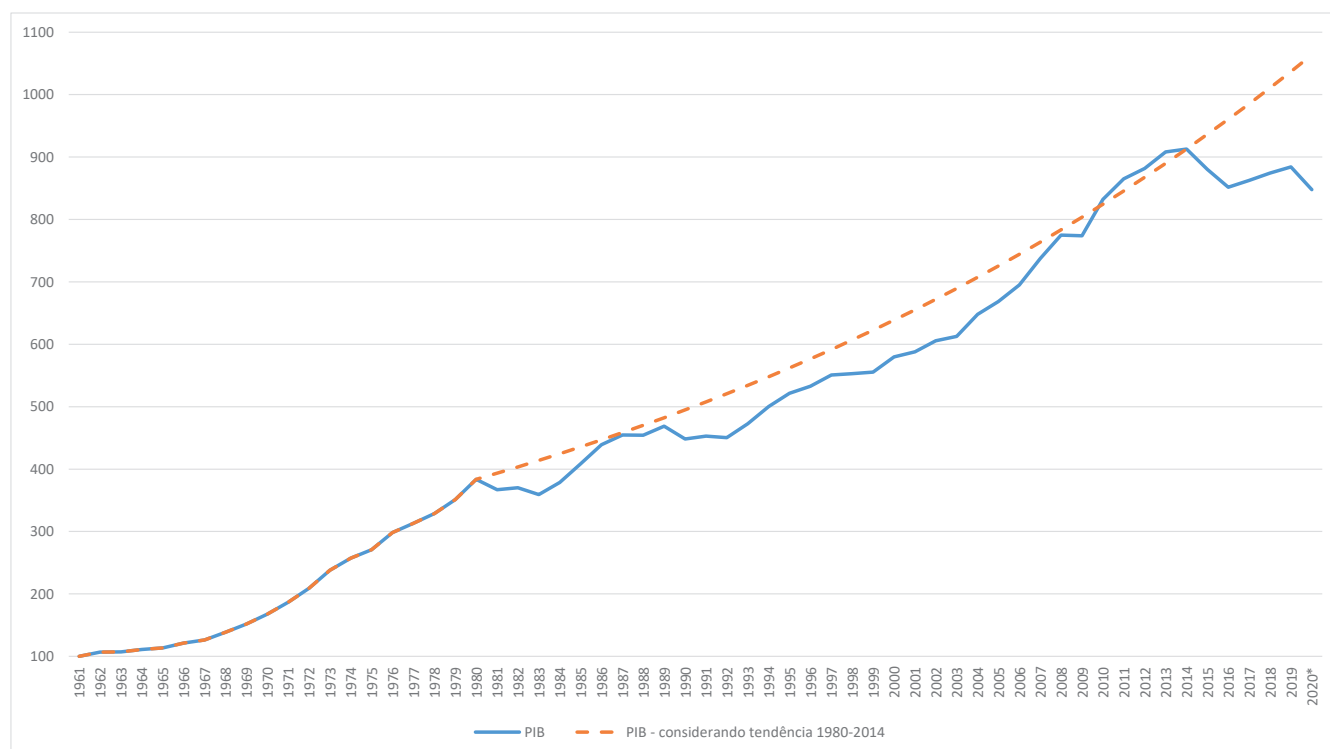
14 Veja, por exemplo, Auerbach e Gorodnichenko (2012) ou, para o caso brasileiro, Orair et al. (2016). Engler e Tervalta (2016) também mostram que multiplicadores fiscais podem ser ainda maiores na presença de histerese.

a cair, o que é logo interrompido pela crise gerada pela pandemia. Com isso, a DBGG passa a subir rapidamente, chegando ao pico de 89,1% do PIB no início de 2021. Depois disso, começa a cair novamente, chegando a 82,7% do PIB em agosto de 2021. De certo modo, a mudança da trajetória esperada da dívida pública, passando de níveis esperados acima de 100% para o final de 2021 para menos de 83% do PIB em agosto de 2021, apenas demonstra a possibilidade de se ter uma dinâmica da dívida mais favorável sem que se tenha que fazer um controle de despesas muito rigoroso. De fato, com um déficit primário de quase 10% do PIB em 2020, a queda do PIB foi menor do que o esperado, o que auxiliou no cenário prospectivo da dívida pública.

A grande questão é que a crise gerada pela pandemia ampliou a capacidade ocio-

sa da economia (a capacidade instalada da indústria estava em menos de 70% em determinado momento da pandemia, enquanto a média histórica é de 82%<sup>15</sup>), incluindo o desemprego. Isso enseja a necessidade de um *impulso fiscal* para que a economia se recupere mais rapidamente – vale lembrar, o hiato do produto era negativo já antes da pandemia. Fechar o hiato do produto é extremamente importante, dados possíveis efeitos de *histerese*, os quais podem prejudicar o crescimento econômico de médio e de longo prazos – que, por sua vez, é uma variável relevante para a dinâmica da dívida, como veremos. Em artigo recente, Cerra e Saxena (2017) apontam que recessões resultam em perdas permanentes no nível do PIB, contrariamente à ideia de que seriam apenas desvios temporários da tendência de longo prazo do PIB.

**GRÁFICO 4: Produto Interno Bruto do Brasil (1961\*-2020\*\*)**



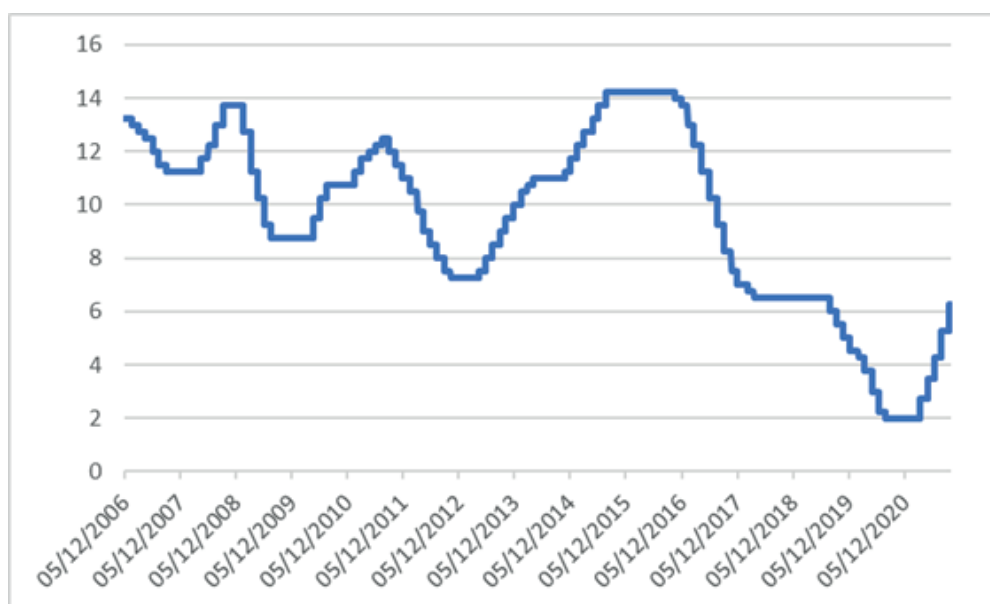
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração dos autores.  
\*PIB de 1961 normalizado em 100. \*\* Considerando variação de -4,1% no PIB em 2020.

15 Não obstante esse nível já tenha se elevado para patamares próximos da média histórica, talvez por conta das empresas que acabaram encerrando as atividades, combinado com a retomada econômica de 2021.

Para o Brasil, como se vê no Gráfico 4, a situação se apresenta ainda pior. Quando há alguma crise, tanto o nível quanto a taxa de crescimento do PIB parecem se reduzir. Por exemplo, entre 1961 e 1980, a taxa de crescimento anual média foi de 7,3%; após uma recessão, entre 1983 e 1989, passou a 4,5% a.a.; depois de outro episódio recessivo, entre 1992 e 2014 foi de 3,2% a.a.; e após mais um período de crescimento negativo, passa a 1,2% entre 2017 e 2019. Considerando 2020, a média entre 2015 e 2020 foi de -1,2% a.a. Considerando a média de crescimento entre 1980 e 2014, período em que o crescimento não foi tão forte (2,58% a.a.), em 2020 deveríamos ter um PIB cerca de 25% maior do que o observado.

Sendo assim, o questionamento que se sucede é se o país tem condições de promover algum impulso fiscal no curto prazo, dada sua dinâmica da dívida, mesmo após o grande choque adverso causado pela pandemia. Em primeiro lugar, vale dizer que a posição fiscal relativa do Brasil frente a outros países não se alterou significativamente por conta da pandemia, uma vez que todos adotaram medidas para o enfrentamento do Covid-19, em menor ou em menor grau. Logo, a percepção de risco dos agentes econômicos não deve se alterar de forma expressiva. Em segundo lugar, as taxas de juros das economias se encontram em patamares baixos, mesmo no Brasil, quando vista historicamente.

**GRÁFICO 5: Taxa de juros do Brasil (Selic), em % (Dez-06 a Out/21)**

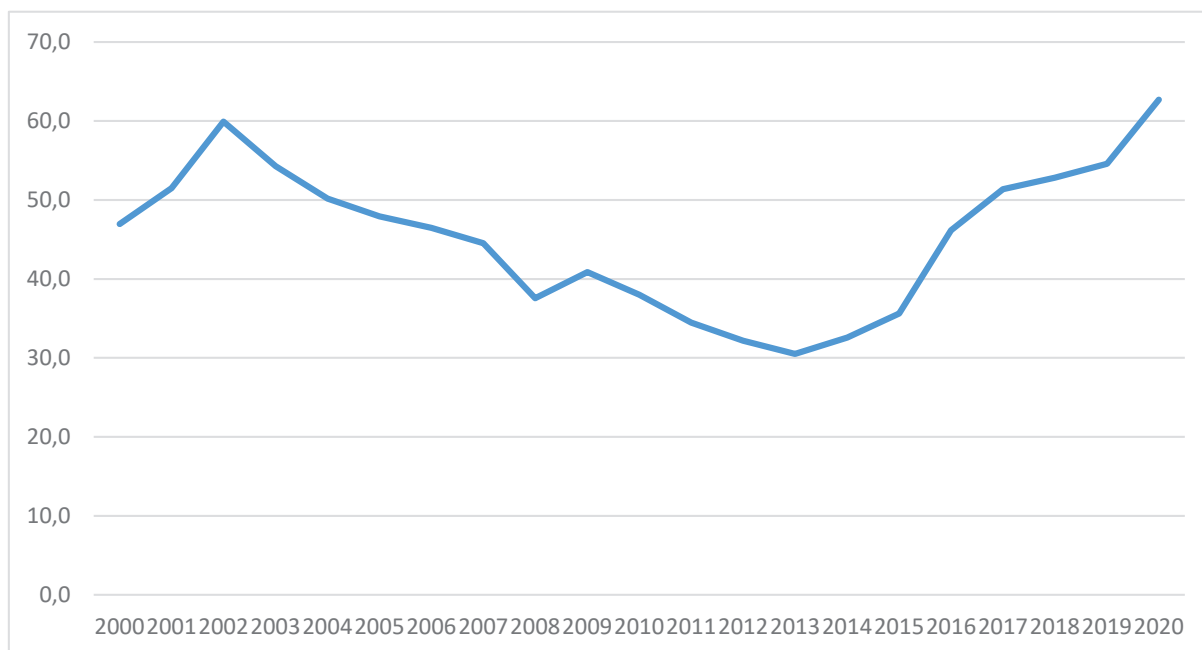


Fo nte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Como se percebe no Gráfico 5, a taxa de juros Selic (nominal) chegou a patamares mínimos durante a pandemia, em 2% a.a. – o que auxiliou na redução do custo de carregamento da dívida pública e do déficit necessário naquele momento, além de incentivar o crescimento no momento de choque adverso intenso. Mais recentemente, por conta de choques internos e externos, predominantemente de oferta, a infla-

ção se elevou e também a Selic, chegando a 7,75%. No entanto, mesmo nesse patamar, a taxa de juros se encontra historicamente baixa. Segundo o relatório Focus do Banco Central, a Selic não ultrapassará os 9% até o fim de 2022, e provavelmente deve cair abaixo disso em 2023, provavelmente. De toda maneira, vale explorar melhor a dinâmica da dívida no Brasil, prospectivamente.

**GRÁFICO 6: Dívida Líquida do Setor Público, % PIB (2000 a 2020)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para fins de sustentabilidade da dívida, faria mais sentido observar a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), uma vez que o Brasil possui ativos os quais, em última instância, poderiam ser abatidos dos passivos em caso de necessidade.<sup>16</sup> No Gráfico 6, percebe-se trajetória similar da DBGG entre 2002 e 2013, com redução da DLSP até 2013. Depois disso, passa-se a aumentar

a DLSP, chegando ao pico em 2020 (também influenciado pelo choque adverso da pandemia), mas num valor muito próximo de 2002. De todo modo, após os grandes repasses do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os quais tinham custo fiscal, embora seu estoque não impactasse diretamente a dívida líquida, os agentes econômicos pas-

16 A Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) corresponde ao endividamento líquido (balanceamento de débitos e créditos) do Governo Federal (inclusive Previdência Social), dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao sistema financeiro público e privado, setor privado não-financeiro e resto do mundo. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central com títulos públicos. Essas operações são incluídas porque apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidos pelo conceito. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra) [Fonte: [Dívida líquida do governo geral \(% PIB\) - Conjuntos de dados - Portal de Dados Abertos do Banco Central do Brasil \(bcb.gov.br\)](https://dados.bcb.gov.br/dados/indicadores/indicador/indicador-14)]. Como podemos verificar a partir dessas definições, a DBGG inclui as operações compromissadas que nada mais são do que a utilização de títulos da dívida pública pela autoridade monetária para regular a liquidez geral da economia e assim manter a taxa de juros na meta fixada pelo Conselho de Política Monetária (COPOM). Essa inclusão, contudo, só ocorre porque a Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe o Banco Central de emitir títulos próprios para executar as operações normais de política monetária. Recentemente, o Banco Central (BC), com base na Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021, aprovou a Resolução BCB nº 129 que regulamenta o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras para fins de política monetária. Dessa forma, espera-se que em médio e longo prazos os depósitos voluntários substituam em larga medida as operações compromissadas, diminuindo assim a diferença entre a DBGG e a DLGG.

saram a considerar a DBGG para verificar a dinâmica da dívida de maneira mais explícita – considerando a política fiscal e para-fiscal. Sendo assim, neste capítulo iremos avaliar a dinâmica da DBGG.

Para tal, consideremos a equação da dinâmica da dívida bruta de forma mais geral, inicialmente:

$$d_t = -b_{p,t} + \left( \frac{1+r_{D,t-1}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{t-1} + \left( \frac{g_{Ah,t} - i_{Ah,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{h,t-1} + \left( \frac{g_{Af,t} - i_{Af,t-1}}{1+g_{PY,t}} \right) a_{f,t-1} - s_t + z_{J,t} + z_{G,t} \quad (1)$$

Onde:  $d_t$  é exatamente a dívida (em % do PIB),  $b_{p,t}$  é o resultado primário (em % do PIB),  $r_{D,t-1}$  é a taxa real de juros implícita da dívida bruta,  $g_{Y,t}$  é a taxa de crescimento real do PIB,  $g_{Ah,t}$  é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda doméstica,  $i_{Ah,t-1}$  é a taxa nominal de juros de ativos em moeda doméstica,  $g_{PY,t}$  é a taxa de crescimento nominal do PIB,  $a_{h,t-1}$  é a quantidade de ativos em moeda doméstica no período anterior (em % do

PIB),  $g_{Af,t}$  é a taxa nominal de crescimento dos ativos de renda fixa do governo em moeda estrangeira,  $i_{Af,t-1}$  é a taxa nominal de juros de ativos em moeda estrangeira,  $a_{f,t-1}$  é a quantidade de ativos em moeda estrangeira no período anterior (em % do PIB),  $s_t$  é o ganho de receitas de senhoria-gem (em % do PIB),  $z_{J,t}$  é o efeito da depreciação da moeda doméstica no pagamento de juros líquidos do governo (em % do PIB),  $z_{G,t}$  é o impacto da depreciação cambial na dívida bruta (em % do PIB).

Ainda, temos que:

$$Z_{J,t} = g_{E,t} E_{t-1} (i_{Df,t-1} D_{f,t-1} - i_{Af,t-1} A_{f,t-1}) \quad (2)$$

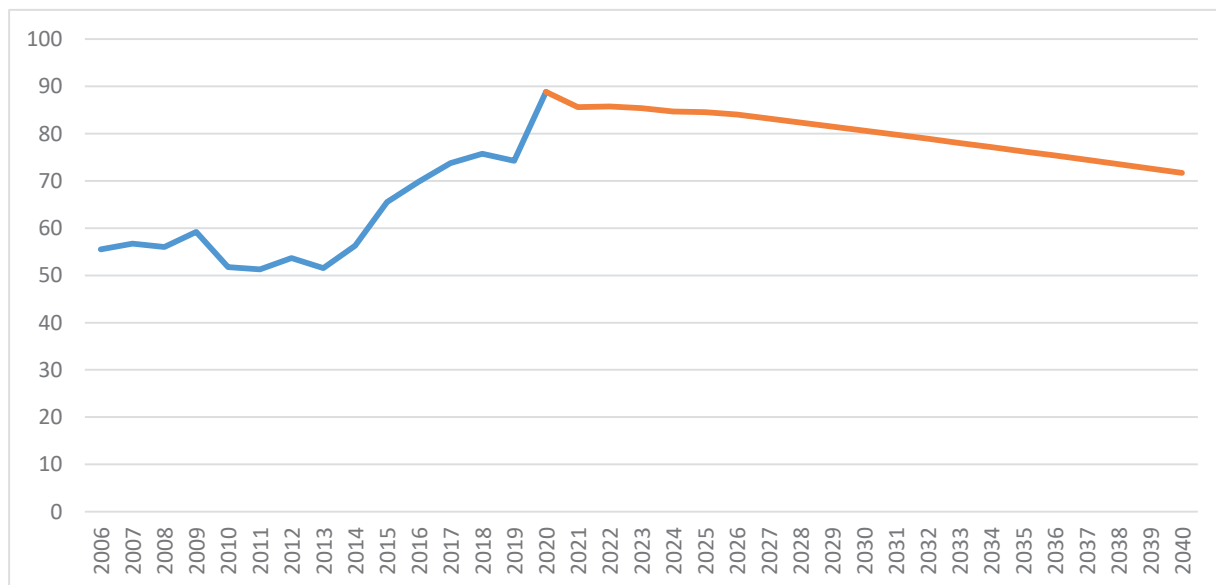
Em que  $g_{E,t}$  é a depreciação da moeda doméstica,  $E_{t-1}$  é a taxa de câmbio nominal do período anterior,  $i_{Df,t-1}$  é a taxa nominal de juros da dívida externa também do

período anterior. Vale lembrar,  $z_{J,t}$  é exatamente  $Z_{J,t}$  sobre o PIB. E, finalmente:

$$z_{G,t} = \frac{g_{E,t} E_{t-1} (g_{Af,t} a_{f,t-1} + d_{f,t-1})}{1+g_{PY,t}} \quad (3)$$

Com base nisso, é possível traçar, por exemplo, um cenário base para a dinâmica da dívida pública.

**GRÁFICO 7: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, cenário base (2006 a 2040\*)**



Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

De acordo com o Gráfico 7, pode-se verificar como a DBGG cresce até 2018, cai em 2019, mas é fortemente impactada pela crise causada pelo Covid-19. De toda forma, utilizando-se de alguns parâmetros esperados para a economia brasileira, percebe-se que a dívida não está em trajetória explosiva, mas, ao contrário, tem trajetória esperada descendente, passando de 88,8% do PIB em 2020 para 71,7% do PIB em 2040. Sobre esses parâmetros, vejamos a seguir.

O resultado primário de 2021 segue expectativa da Instituição Fiscal Independente (IFI), do Senado Federal;<sup>17</sup> de 2022 a 2024, a expectativa do relatório Focus do Banco Central; de 2025 em diante, supomos que o primário aumente aos poucos até chegar em 1% do PIB. A taxa implícita de juros da dívida bruta até 2020, sendo que de 2021 em diante, utiliza-se a expectativa Selic, normalmente muito próxima da taxa implícita, uma vez que as operações com-

promissadas e os títulos indexados à Selic compõem a maior parte da dívida bruta (BCB, 2018). A taxa de inflação medida pelo IPCA até 2020; para 2021 e 2022, utiliza-se a expectativa do Focus; de 2023 em diante, a meta definida pelo BC. O deflator do PIB é calculado pelo IBGE; de 2021 em diante, utiliza-se o IPCA adicionado de 0,6% ao ano – na hipótese de que fica acima do IPCA, como verificado usualmente. A taxa implícita de juros real é deflacionada pelo deflator do PIB. A taxa real de crescimento do PIB considera a expectativa do Focus até 2023; após isso, o crescimento seria de 2,5% a.a., valor próximo da média histórica. Os ativos em renda fixa com moeda doméstica<sup>18</sup> até 2020, sendo que a partir daí cairiam 1% a.a. Para a taxa relativa a esses títulos, supõe-se que seja similar à taxa implícita da DBGG. A taxa de crescimento do PIB nominal depende do crescimento real e do deflator. Os ativos em renda fixa com moeda estrangeira são as reservas internacionais

17 Projeções da IFI e do Focus de outubro de 2021.

18 Recursos no BNDES; recursos em outras instituições financeiras oficiais (IFOs); recursos do FAT na rede bancária; outros.

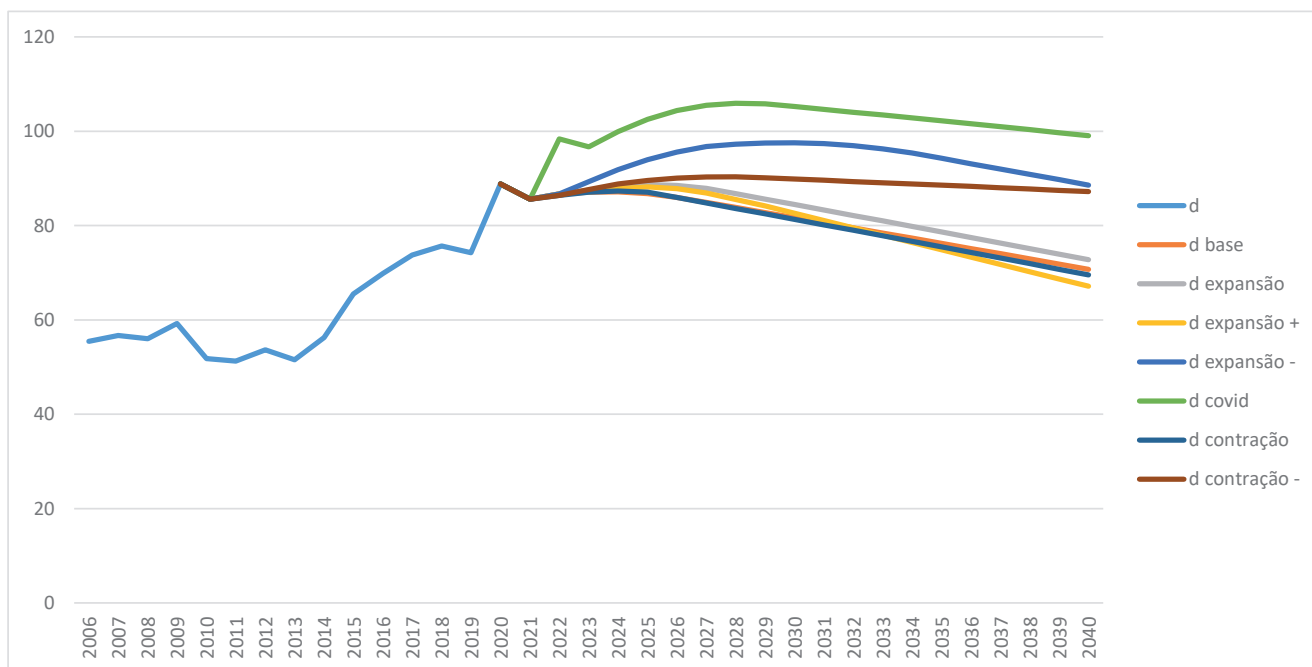


até 2020; em 2021, supõe-se um aumento em 3% por conta da depreciação cambial, seguida por três anos de queda de 5%, por conta da possível apreciação cambial (com o câmbio chegando mais próximo de 4,50, valor relativo aos fundamentos da economia brasileira e internacional); depois disso, acréscimo de 2% a.a. por conta do diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos, tomado como referência. A taxa de juros referentes a esses títulos seria a taxa básica de juros estadunidense – sendo que a partir de 2024 subiria 0,25p.p. a cada ano, chegando a 2,5% ao final. Ainda, temos a senhoriagem, dada pela variação da Base Monetária sobre o PIB nominal (de 2021

em diante, a Base Monetária expandiria em linha com o PIB nominal, o que faria que a senhoriagem ficasse em torno de 0,32% do PIB, perto da média histórica de 0,42% do PIB entre 2007 e 2020).

Podemos considerar, dado o princípio da parcimônia, as variáveis mais relevantes para a dinâmica da dívida de longo prazo, quais sejam, o resultado primário, a taxa de juros implícita real, a taxa de crescimento do PIB real e a senhoriagem. Assim, podem ser feitos diversos cenários considerando tais variáveis (somente a senhoriagem de 2022 em diante foi dada, no valor de 0,4% do PIB, próxima da média de 2007 a 2020), o que está no Gráfico 8.

**GRÁFICO 8: Dívida Bruta do Governo Geral, % PIB, diversos cenários (2006 a 2040\*)**



Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

Nesse contexto, há o cenário base, “d base”, já explicado anteriormente; o de expansão fiscal moderada, “d expansão”;<sup>19</sup> o de expansão fiscal maior, mas otimista, mudando o patamar de crescimento, “de expansão +”;<sup>20</sup> o de expansão fiscal moderada, mas com resultados pessimistas, “d expansão -”;<sup>21</sup> o de uma nova cepa de Covid-19 que possa ser algo próximo do que ocorreu em 2020, “d covid”;<sup>22</sup> o de uma contração fiscal, com efeitos esperados pelos entusiastas da contração fiscal expansionista, “d contração”;<sup>23</sup> o de uma contração fiscal, mas com efeitos mais pessimistas, particularmente com redução estrutural da taxa de crescimento, “d contração -”;<sup>24</sup> No entanto, cada opção dessa apresenta diferentes impactos no nível de PIB da economia brasileira.

---

19 Foi considerado um aumento do déficit primário para -1,5% em 2023, passando a cair 0,5 p.p. a cada ano, até chegar a um superávit de 1% do PIB de 2028 em diante; também foi considerado um IPCA maior do que o inicial por conta dessa expansão, de 4% em 2023, 3,5% em 2024, 3,25% em 2025, e 3% de 2026 em diante; da mesma forma, a taxa implícita nominal cairia mais lentamente, 8%, 7,5%, 7%, 6,75% entre 2023 e 2026, sendo que de 2027 em diante ficaria em 6,5%.

20 Déficit primário de 2023 seria de -2%, passando a -1,5%, -0,75%, 0%, 0,5% e 1% até 2028, permanecendo assim até 2040; a taxa de juros implícita se reduziria mais lentamente dada a melhor recuperação, caindo 0,25 p.p. ao ano, até atingir 6,5%, partindo de 8,5% em 2022; o IPCA seria mais resiliente, partindo de 4,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 3%; a taxa de crescimento real do PIB seria de 4% e 3,5% em 2023 e 2024, depois passando ao novo normal de 3%.

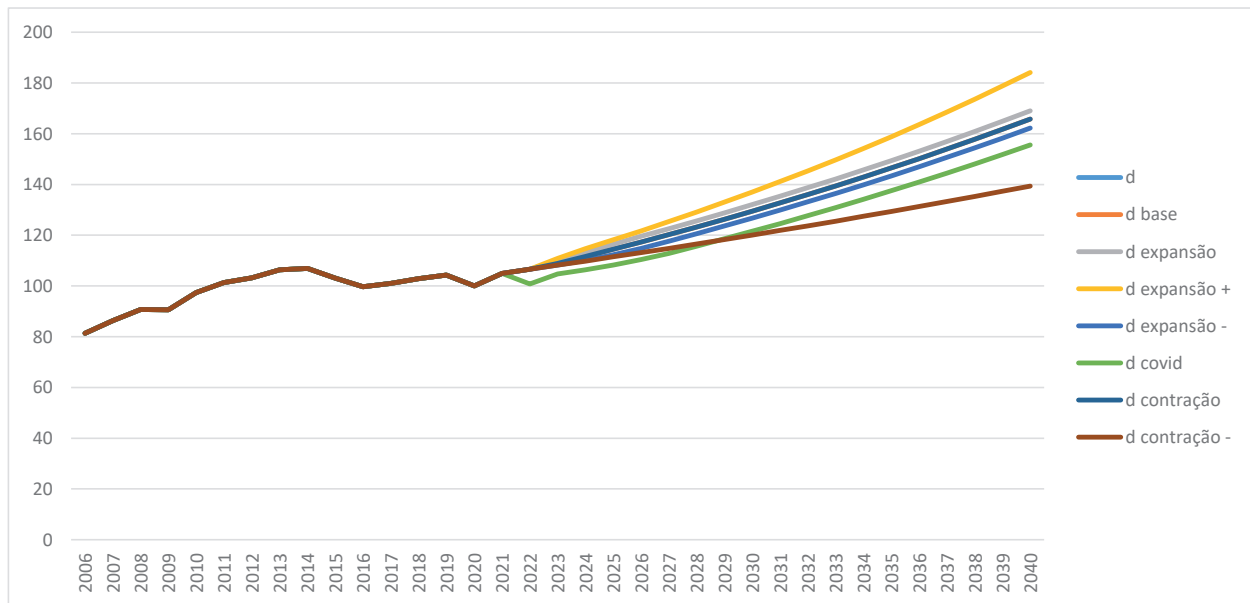
21 O mesmo cenário de primário de “d expansão”; mas IPCA seria mais resiliente, caindo de 5% em 2023 a 3% em 2027 em diante; a taxa de juros seria maior, com 9,5% em 2023, caindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 6,5%; o crescimento sendo apenas de 1,5% em 2023, aumentando 0,25 p.p. ao ano até atingir o valor de 2,5% considerado o crescimento de longo prazo da economia brasileira.

22 Déficit de -10% em 2022, passando a -2,5% em 2023, descendo 0,5 p.p. ao ano até atingir 1% em 2030 em diante; taxa de juros menos no ano da pandemia, de 6%, mas passando a 9% em 2023, caindo 0,5 p.p. ao ano até atingir 7%, por conta do nível de dívida maior; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 8% em 2023, 4,5% em 2024, caindo a 3% em 2027, caindo 0,5 p.p. ao ano até lá; crescimento de -4% em 2022, de 4% em 2023, 1,5% em 2024, subindo 0,25 p.p. ao ano até atingir 2,5% ao ano em 2028.

23 Primário de 2023 em -0,5%, passando a 1% já em 2026 em diante; juros passando de 8,5% em 2022 para 6,5% em 2026 em diante; IPCA de 4,5% em 2022 a 3% em 2025 em diante; crescimento de 2,2% em 2023 e 2,5% em diante.

24 Primário subindo 0,25 p.p. ao ano, partindo de 0,5% em 2023, por conta da recuperação mais lenta; taxa de juros saindo de 8,5% em 2022, passando a 8%, 7% e 6,5%, respectivamente, entre 2023 e 2025 em diante; IPCA de 4,5% em 2022, passando a 4% e 3,25% em 2023 e 2024, até atingir 3% de 2025 em diante; e o crescimento se situando em 1,5%, algo semelhante ao período 2017-2019, pré-pandemia.

**GRÁFICO 9: PIB real brasileiro, em nível (2020=100), diversos cenários (2006 a 2040\*)**



Fonte: Elaboração dos autores. \*Projeções de 2021 adiante.

Pelo Gráfico 9, pode-se perceber que cada cenário traçado anteriormente tem repercussões distintas sobre o nível do PIB, podendo estar em cerca de 139 em 2040, frente a 100 de 2020, ou em 184 no melhor cenário. Logo, há que se levar em consideração todas as possíveis estratégias, seus possíveis custos, seus benefícios, resultados no produto e na dinâmica da dívida. O que se pode perceber é que a dívida, em nossas projeções, excetuando-se as situações de nova cepa de Covid-19, e os fracassos nas estratégias expansionista e contracionista, apresentam comportamento semelhante no longo prazo, variando entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução da DBGG no longo prazo. De toda forma, nem mesmo nos piores cenários a dívida se mostra fora de controle. Mesmo no cenário de nova cepa, a dívida passa a cair a partir de 2028, mesmo que lentamente.

Portanto, uma expansão fiscal moderada não parece incorrer em grandes riscos para a dinâmica da dívida, sendo que, no cenário otimista, pode ser até saudável para a trajetória futura da DBGG. Claramente, to-

das as estratégias possuem riscos, com a possibilidade da elevação do juro neutro da economia brasileira, por exemplo, ou da maior saída de capitais, o que poderia ensejar uma aceleração da inflação – e num cenário pessimista, podendo desencadear uma hiperinflação –, ou mesmo a elevação da taxa de juros externa, o que também implicaria em aumento da taxa de juros interna e em prejuízo para a dinâmica da dívida. No entanto, uma expansão fiscal moderada, com o alicerce de um novo arcabouço fiscal responsável e crível pode ser o melhor caminho para o país, dadas as variáveis conhecidas no momento. É exatamente disso que trata a próxima seção.

### 3. Um novo arcabouço fiscal no Brasil

Milesi-Ferretti (2003) apontam que as regras fiscais podem gerar três resultados, quais sejam: os bons, ao induzir comportamentos fiscais virtuosos; os ruins, quando impedem uma política fiscal anticíclica, dificultando a ação de estabilizadores automáticos; e os feios, como contas de fachada e contabilidade criativa. Veremos, nessa seção, que a economia brasileira tem in-

corrido justamente nos erros que causam resultados ruins e feios. Nesse contexto, será apresentada uma alternativa ao arcabouço fiscal vigente no país em 2021.

Entre 2000 e 2016, havia basicamente duas regras fiscais relativas ao orçamento federal do governo. A primeira é a Regra de Ouro, originada em 1988 com a nova Constituição, que proíbe, em seu artigo 167, capítulo III:

*“III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.”*

Em outras palavras, diz que o governo somente pode fazer dívida para financiar seus investimentos e/ou rolar dívidas passadas. Em tese, é uma regra razoável na qual somente poderia se produzir nova dívida para o benefício de gerações futuras. Entretanto, a versão brasileira da **Regra de Ouro** tem algumas idiosincrasias, principalmente relacionadas à definição de despesas de capital – mas também referentes a receitas financeiras. Mais especificamente, despesa de capital inclui investimentos, inversões financeiras e amortizações da dívida pública. Ademais, existe uma gama extensa de receitas financeiras do governo explicada por outras peculiaridades do arcabouço fiscal brasileiro (STN, 2019). Sob algumas circunstâncias, mesmo cumprindo com a Regra de Ouro, é possível uma combinação de elevação da dívida pública e redução do investimento com um volume grande de operações de crédito legais.

Já em outros países, a Regra de Ouro, em linha com a definição clássica na literatura de finanças públicas internacionais,

as despesas correntes deveriam ser controladas para que o investimento público pudesse crescer (Oreiro e Silva, 2020). Ou seja, a poupança do setor público, excluindo investimento, deveria ser positiva para que o investimento pudesse crescer – beneficiando gerações futuras. O problema é que, caso adotássemos a definição clássica, a Regra de Ouro foi cumprida, no Brasil, apenas em duas ocasiões em 22 anos no período 1995-2016, mais precisamente em 2002 e em 2008 (Pires, 2019). Contudo, mesmo nesses anos, a Regra de Ouro brasileira não foi bem sucedida na estabilização da dívida pública, como vimos anteriormente.

Ainda, em 2020, por exemplo, antes da crise causada pelo Covid-19, havia previsão de déficit nominal de 5,5% do PIB, com investimento público de apenas 0,3% do PIB. Essa diferença de 5,2% do PIB, retirada a parte referente à rolagem da dívida, deveria ser subtraída das despesas. Isso é algo impraticável, em termos econômicos, sociais e políticos, no curto e no médio prazos. Além disso, a Regra de Ouro deveria privilegiar investimentos para beneficiar gerações futuras. No entanto, para isso, no exemplo anterior, deveriam ser cortados gastos em despesas correntes, como em ciência, tecnologia e inovação, em educação, em proteção social, que também beneficiam gerações futuras. Tomando todos os pontos acima, a Regra de Ouro no Brasil deveria ser abandonada, tal como feito no Reino Unido, Alemanha e outros países, particularmente após a crise financeira de 2007-2008 (Lledó et al., 2017).

A segunda regra fiscal no Brasil é a **Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)**,<sup>25</sup> estabelecida no ano 2000. Anualmente, a Lei Orçamentária fixa uma meta de resultado primário, ou seja, o resultado da subtração de

---

25 Existem ainda outros limites impostos pela lei, como limite de gastos com pessoal em relação à Receita Corrente Líquida; existem também limites para estados e municípios; limites também para dívida e custo da dívida para os entes subnacionais; e outros detalhes, particularmente para estados e municípios.

receitas esperadas e despesas autorizadas, excluindo pagamentos de juros e amortizações da dívida pública. A ideia é produzir um superávit primário que faria a dinâmica da dívida pública ser mais sustentável no longo prazo. Apesar dos avanços alcançados pela LRF, existem algumas questões problemáticas. As receitas são baseadas em projeções sustentadas em determinadas hipóteses, como o crescimento esperado do PIB. Assim, se a economia estiver crescendo acima do esperado, as despesas podem aumentar, mesmo se a economia já estiver com crescimento acelerado – por vezes, com hiato do produto positivo. Ao contrário, se o crescimento estiver abaixo do esperado, as receitas devem crescer e/ou as despesas devem cair. No entanto, aumentar receitas no curto prazo costuma ser difícil, o que faz com que normalmente a maior parte do ajuste seja feito pelo lado das despesas, em geral investimentos públicos, mesmo se a economia estiver declinando – ou abaixo de seu potencial. Em suma, a política fiscal acaba atuando de forma pró-cíclica, reforçando expansões e contrações do PIB, a depender das circunstâncias.

Então, a solução ideal para esse problema é tornar a meta de resultado primário ajustada ao ciclo de atividade econômica. Quando o produto efetivo estiver acima do potencial, o primário deveria ser mais robusto; enquanto, no caso contrário, quando o PIB estiver abaixo de seu potencial, o primário deveria ser menor. Isso seria um atenuante ao problema, uma vez que é difícil e controverso o cálculo do PIB potencial, dado que se trata de uma variável não observável. Para amenizar esse problema, seria interessante considerar a média do cálculo do PIB potencial feito por diversas instituições como o Banco Central, a Instituição Fiscal Independente e o IPEA.

Mais recentemente, porém, foi instituída uma nova regra fiscal, em 2016. Ao longo dos anos de 2015 e 2016 foi sendo cons-

truído um consenso entre os economistas convencionais, a grande mídia e a maioria dos membros do Congresso Nacional a respeito da necessidade de introdução de um teto de gastos na Constituição Federal. Esse mecanismo, introduzido pela **Emenda Constitucional nº 95** (EC 95), prevê o congelamento do gasto primário real da União, por um período de até 20 anos, a partir de sua promulgação em 2016 – podendo ser revisto em 2026. É curioso observar que as despesas primárias entre 2011-2014 variaram em níveis inferiores do que o observado em governos anteriores. Além disso, o biênio 2015-16 caracterizou-se não pela suposta “gastança” do governo, mas pelo mergulho recessivo da economia e, consequentemente, das receitas primárias, juntamente com o aumento das despesas financeiras de juros já em meio à “austeridade”.

De todo modo, defensores do teto afirmam, desde sua implementação, que ele explicitaria as disputas pelo orçamento, tornando possíveis reformas em gastos obrigatórios (tal qual a reforma da previdência, aprovada em 2019) para, assim, preservar os gastos discricionários (entre eles, os investimentos públicos). Ademais, com o controle das contas públicas, a confiança dos agentes econômicos seria restaurada, abrindo espaço para que o investimento e o consumo privados liderassem a retomada do crescimento econômico. Com o maior crescimento econômico esperado, combinado com a contenção das despesas públicas, haveria uma redução da despesa primária como proporção do PIB, recuperando o superávit primário estrutural do setor público e reduzindo o seu endividamento, o qual havia aumentado quase 20 p.p do PIB no período 2014-2016.

Mas essas expectativas não foram confirmadas. Como antecipado por Ferreira-Filho e Fraga (2016), baseado na experiência de outros países emergentes com limites de expansão de despesas governa-

mentais, os investimentos foram cortados drasticamente – o investimento de 2021 (19 bilhões de reais) é o menor nível da série histórica. E não somente os investimentos foram prejudicados, mas outros componentes do orçamento, como ciência, tecnologia e inovação, dentre outros. O Teto brasileiro tinha outros problemas, como a longa duração, comparada a outros países com regras similares (Cordes et al., 2015). Ademais, ignora-se o fato de que a população idosa está crescendo no país, o que torna mais importante o gasto com saúde, e com o Teto, esses gastos em termos per capita estão caindo, dada a evolução da população da ordem de 0,8% a.a. (Oreiro, 2016). Num país com notórias deficiências nas áreas de saúde, educação, saneamento, moradia e segurança, não seria sensato perseguir essa redução. Vale dizer, essa regra também implica na impossibilidade de realizar uma política fiscal anticíclica.

Além disso, ao contrário do esperado por esses apoiadores do Teto, a recuperação da economia foi bastante tímida entre 2017 e 2019, com uma taxa de crescimento basicamente de 1% a.a. (1,3%, 1,3%, 1,1%, respectivamente). Inclusive, ao final de 2019, o PIB brasileiro não tinha alcançado ainda o PIB de 2013, para não falar do PIB per capita.

Outro fator não esperado era um processo desinflacionário tão rápido, tamanha a queda do PIB e a elevação do desemprego. De fato, a inflação passou de 10,67% em 2015 a 6,29% em 2016; e, posteriormente, a 2,95% em 2017. Portanto, a ideia inicial de contenção de certas despesas (como as despesas com funcionalismo que, em sua maioria, não obtiveram correções nem superiores à inflação desde 2015; dentre outras), para que fossem corroídas rapidamente pela inflação e dessem espaço para outras despesas, tampouco se concretizou.

Vale dizer, a maior parte das despesas primárias da União são gastos com previdência social e com os salários dos servidores públicos. A folha de salários dos servidores públicos da União, incluindo civis, militares e inativos, tem oscilado em torno de 4% do PIB nos últimos 20 anos, não é explosiva e tampouco pode ser reduzida abruptamente ao sabor do ciclo político sem ferir a Constituição e desorganizar a prestação de serviços à população. Adicionalmente, os gastos com a previdência social, que representam quase 60% das despesas primárias da União, têm um crescimento médio de 3,5% a.a. em termos reais (mesmo com a reforma da previdência recentemente aprovada). Dessa forma, os outros 40% das despesas primárias têm de cair cerca de 5% a.a. em termos reais para que o teto seja cumprido. Nesse contexto, as variáveis de ajuste de curto prazo foram e serão cada vez mais as políticas sociais de educação, saúde e assistência e os investimentos da União, notadamente os investimentos em infraestrutura, necessários para aumentar a produtividade média da economia brasileira e a competitividade das empresas brasileiras nos mercados doméstico e internacional.

Finalmente, a forma e a magnitude em que o teto de gastos foi instituído não tem paralelos no mundo, conforme se vê abaixo.

**Tabela 1 – Regras adotadas para limitar o crescimento de despesas públicas**

PAÍSES	BASE INSTITUCIONAL	RESUMO DA REGRA
Alemanha	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias limitadas ao crescimento real receitas primárias (1982-2009)
Argentina	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB; se houver queda, pode-se manter o nível de despesas primárias (2000-2008)
Austrália	Legal	Crescimento real despesas primárias de 2% ao ano; flexibilizada se crescimento maior que potencial e superávit primário for maior do que 1% do PIB
Bélgica	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias de 0% (1993-98); queda de 2,5 pp despesas primárias
Bulgária	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Colômbia	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido
Croácia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB; pode-se ter mais despesas se houver compensação
Dinamarca	Constitucional	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Espanha	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento de médio prazo; foram excluídas despesas com seguro-desemprego do teto
Finlândia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas a um nível de despesas primárias/PIB definido a cada 4 anos
França	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido pelo parlamento para 4 anos
Geórgia	Legal	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB
Granada	Legal	Crescimento real despesas primárias até 2% a.a.
Holanda	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido para 4 anos. Desde 2009-10, foram excluídas do teto seguro-desemprego e assistência social
Hungria	Legal	Crescimento real despesas primárias com teto no biênio 2010-11
Islândia	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias até 2%, mas foi descumprido no período de vigência (2004-08)
Israel	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; já foi de 1,7%, 3%, atualmente: média de 3 anos crescimento populacional + 50/(dívida/PIB em pp)
Japão	Compromisso político	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido (2006-12); abandonado de 2013 em diante
Kosovo	Compromisso político	Crescimento real despesas correntes inferior a 0,5% a.a. (2006-08); desde 2009 apenas para municípios
Latvia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento potencial do PIB
Lituânia	Contitucional	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento dos últimos 5 anos do PIB (em média) + 0,5% (desde 2008; constitucional a partir de 2015)

Luxemburgo	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento compatível com projeções de médio prazo do PIB definidos a cada legislatura
México	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a teto definido, desde 2013
Mongólia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior ao crescimento do PIB (retirando o componente de mineração)
Namíbia	Acordo de coalizão	Crescimento real despesas primárias limitadas de acordo com nível de despesas primárias/PIB em 30%
Paraguai	Legal	Crescimento real despesas primárias até 4% a.a.
Perú	Legal	Crescimento real despesas correntes inferior a 2% a.a. (2000-02); 3% (2003-08); 4% (2009). Com cláusula de escape se houver baixo crescimento do PIB
Polônia	Legal	Crescimento real despesas primárias até 1% a.a. (2011-2015), em 2016 foi flexibilizado esse limite
Romênia	Legal	Crescimento despesas primárias no máximo no crescimento nominal do PIB médio de 3 anos (2010-12)
Rússia	Legal	Crescimento real despesas primárias inferior a teto definido; regra dura até atingir 7% do PIB num fundo de recursos de petróleo
Suécia	Legal	Crescimento nominal despesas definido de acordo com teto definido para 3 anos

**Fonte:** Fundo Monetário Internacional (FMI) - Fiscal Rules at a Glance (2017). Elaboração dos autores.

Como se verifica pela Tabela 1, poucos países colocaram regras que limitam a despesa pública em sua Constituição – basicamente Dinamarca e Lituânia, o primeiro com teto flexível a ser definido a cada 4 anos, e o último com crescimento real positivo das despesas. Nenhum país delimitou crescimento real das despesas em 0% por tanto tempo conforme a regra brasileira do teto de gastos pretende.

Diante de tudo isso, segue-se que o teto de gastos, da forma como está, não é sustentável, algo admitido até por antigos defensores do mesmo: *“desde o início que o teto não foi feito para durar dez anos, (...) trouxe regras muito draconianas, mas, o mesmo texto, não vai conseguir resistir por mais muitos anos”* (Infomoney, 2020). De fato, a IFI apontou que uma mudança no teto de gastos seria inevitável em 2022 (Couri, 2020), o que não ocorreu por conta da aceleração inflacionária no Brasil em 2021. Mas em algum momento, mesmo com cortes nos investimentos, será difícil

cumprir com o teto de gastos (IFI, 2020). Portanto, o teto de gastos tem de ser alterado para algo mais crível e que indique o equilíbrio fiscal de longo prazo. De preferência, que seja uma mudança estruturada e organizada, com despesas de mais qualidade sendo priorizadas.

Para tal, o teto de gastos deve permitir alguma variação real positiva, definida para o período de 4 anos, e devem ser criados subtetos para algumas categorias despesas públicas, quais sejam, (i) Benefícios previdenciários; (ii) Pessoal e encargos sociais; (iii) Restante das obrigatórias – todas as despesas obrigatórias, excetuando-se (i) e (ii); (iv) Investimento; (v) Demais discricionárias – todas as despesas discricionárias, excetuando-se Investimento. Com base nisso, é possível fazer um controle maior sobre (i), (ii) e (iii), com um crescimento real menor do que o (iv) Investimento, com a finalidade de permitir a aceleração do crescimento econômico (uma das variáveis fundamentais para a dinâmica da



dívida pública). Algo similar, defendido por Giambiagi e Tinoco (2019), com diferenças na variação anual e nos subtetos considerados.

Então, a ideia é que haja um novo Teto de Gastos,<sup>26</sup> com variação anual positiva (em termos reais) das despesas federais. Em primeiro lugar, poderia ser revisado mais frequentemente, em linha com outras experiências internacionais, e poderiam ser incluídas no Plano Plurianual (PPA).<sup>27</sup> Assim, a cada quatro anos as condições da economia poderiam ser revisitadas para a definição da variação do teto de gastos. Em proposta recente, esse teto poderia ser adotado retroativamente para 2020-2023, o que liberaria espaço fiscal para investimentos no curto prazo, algo importante para incentivar a economia em 2022 ou em 2023 (Ferreira-Filho e Oreiro, 2020). Além disso, não foi excluído do teto geral nenhuma despesa, sendo que isso poderia fazer com que o gasto controlado perca relação com a evolução da dívida.<sup>28</sup>

Com uma série de condições<sup>29,30</sup> Ferreira-

-Filho e Oreiro (2020) traçam um possível desenho desse novo teto de gastos, o que permitiria o avanço dos investimentos para cerca de 2% do PIB já em 2023. Isso seria ainda mais importante dado o hiato de produto negativo da economia brasileira, quando a política fiscal se torna relevante, como aponta Krugman (2020)<sup>31</sup> e outros. Esses resultados poderiam ser alcançados sem prejuízo para a sustentabilidade da dívida, dado o diferencial da taxa de crescimento e da taxa de juros que pode auxiliar em sua dinâmica, como analisado por Dornar (1944) – além do avanço do resultado primário, notadamente com a recuperação do crescimento.

Há outros economistas que defendem a adoção de outras regras fiscais, como regras de limite de dívida. Ayuso-i-Casals (2012) resume alguns dos problemas desse tipo de regra: determinadas ações do gerenciamento fiscal podem chegar tarde para controlar a dinâmica da dívida; elas tendem a ser pró-cíclicas; elas são voláteis por vezes (por conta da taxa de juros, taxa de câmbio, composição da dívida, etc.); e,

26 Aqui cabe um esclarecimento importante. Embora os autores deste capítulo sejam contrários a existência do teto de gastos, tendo inclusive assinado um manifesto público pedindo a sua extinção; não acreditamos ser viável do ponto de vista do debate público defender de forma exitosa a sua eliminação. O Teto de Gastos se tornou, por assim dizer, uma convenção social profundamente arraigada nas mentes dos políticos e dos agentes do mercado financeiro. Dessa forma, a estratégia mais inteligente é defender um “aperfeiçoamento” do Teto, de tal forma a dar mais flexibilidade à condução da política fiscal sem, contudo, abandoná-lo completamente.

27 PPA é um plano de quatro anos para o médio prazo que estabelece diretrizes, objetivos e metas para o governo em seus níveis, seja o governo central, seja o governo subnacional (estados e municípios).

28 Alguns países excluem de seus tetos de gastos as despesas que são mais difíceis de se prever ou se controlar, como seguro-desemprego, ou outro benefício para medidas anticíclicas. Isso poderia fazer sentido, se não formar uma parte relevante do orçamento federal.

29 Por simplicidade, adotou-se variação de 4% a.a. para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Mas, vai ser necessária melhor verificação dos impactos da recente introdução dos fundos privados para os servidores públicos, tal como o percentual que ingressou no fundo, e o impacto do aumento do pessoal ativo no pessoal inativo que manteve a paridade e integralidade.

30 Por simplicidade, adotou-se uma elevação anual de 0,8% para 53,5% dos ativos, 4% para o restante inativo, totalizando 2,3% para todos.

31 Apoiam um programa de estímulo permanente, através do investimento público. Nem sempre isso vai se pagar completamente (caso os juros subam como resultado do estímulo, por exemplo), mas ao menos em parte se pagaria. Ademais, investimentos em ciência, tecnologia, inovação, infraestrutura, saneamento, etc., tendem a elevar a produtividade de longo prazo da economia, e o crescimento econômico, auxiliando na questão da dívida. Algumas despesas também evitam ou reduzem outras despesas, como é o caso do saneamento, em que reduz gastos com saúde pública decorrentes de problemas sanitários. Ver também DeLong e Summers (2012)

finalmente, não garantem a estabilidade da dívida – dependendo de outras regras fiscais complementares para tornar esse limite de dívida factível, como regras de resultado primário ou de limites de despesa.

Em resumo, nesse novo arcabouço fiscal, haveria o Novo Teto de Gastos e a Regra de Resultado Primário ajustado ao ciclo, sendo que a Regra de Ouro seria extinta. Seria um arcabouço que contribuiria para medidas anticíclicas da política fiscal, e impediria também de se utilizar o limite do teto de gastos de forma desnecessária, caso o PIB estiver acima do potencial. A regra de resultado primário também controlaria a gestão de receitas, evitando comportamentos irresponsáveis de renúncias tributárias.

Por fim, vale dizer, caso se entenda que seria saudável alguma redução da dívida pública de forma mais acelerada, poderia ser estabelecida alguma elevação de tributos. Neste caso, a reforma tributária que tem sido debatida para fins de simplificação do sistema tributário brasileiro poderia se aliar a outra no sentido de dar maior progressividade a esse mesmo sistema. Para essa finalidade, poderiam ser instituídos tributos sobre dividendos, novas alíquotas de Imposto de Renda para vencimentos mais elevados, uma harmonização de regras para todos que tiverem o mesmo nível de renda (mesmo como Pessoa Jurídica). Além disso, para o resultado primário do setor público consolidado, poderiam ser mais bem regulamentados e aproveitados tributos como o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), o Imposto sobre Propriedade Territorial Rural (ITR), o Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) – com a cobrança para todos os tipos de veículos automotores, não somente carros – e a possibilidade de expansão da alíquota do tributo sobre heranças, por exemplo, de 8% para 16%.

Vale lembrar, também é importante aumentar as receitas evitando fraudes ou tributos não recolhidos. Sarin e Summers

(2019) estimam em ao menos 70% do hiato tributário (o que foi arrecadado ou que deveria ser efetivamente arrecadado) viria de não pagamento de tributos devidos pelo 1% de maior renda nos Estado Unidos. Podemos esperar algo próximo disso no Brasil, ou até pior, dado nosso regime tributário regressivo. Outra iniciativa válida seria institucionalizar o Conselho Fiscal, previsto na LRF, mas nunca regulamentado. Isto faria com que a condução mal feita da política fiscal fosse politicamente mais custosa.

#### **4. A eficácia da política fiscal e os multiplicadores fiscais**

Os efeitos prolongados da crise financeira internacional de 2008 sobre as economias dos países desenvolvidos, notadamente na área do Euro, tem levado os economistas a reavaliar a função da política fiscal na administração da demanda agregada. O assim chamado “novo consenso macroeconômico”, emergido durante os anos 1990, previa que a administração da demanda agregada (e da taxa de inflação) seria papel exclusivo da política monetária, cabendo à política fiscal o papel de garantir a estabilidade da relação dívida pública/PIB no médio-prazo (Arestis, 2009). De forma consistente com o “novo consenso”, os Bancos Centrais dos países desenvolvidos reduziram as taxas de juros de curto-prazo até o assim chamado “zero-lower-bound” (ZLB, doravante), ou seja, para o nível de 0% a.a em termos nominais na tentativa de restaurar o ritmo de crescimento econômico anterior a crise financeira internacional.

A elevação da relação dívida pública/PIB nos países desenvolvidos após a crise de 2008 fez com que, no início da década passada, a necessidade de realização de uma “consolidação fiscal”, com o intuito de reduzir o endividamento do setor público, fosse novamente posta no centro do debate público. O impulso fiscal relativamente moderado, adotado pelos países desenvolvidos no período 2009-2011, foi rapidamente

seguido por medidas de *austeridade fiscal* as quais terminaram por retardar o ritmo de recuperação da atividade econômica. Diante da rigidez da política fiscal, a política monetária ficou sobrecarregada, levando os Bancos Centrais a adotarem políticas monetárias não-convencionais – o assim chamado *quantitative easing* – na tentativa de estimular o crescimento econômico. A combinação entre política monetária extremamente expansionista e política fiscal contracionista resultou num arranjo de crescimento baixo, taxas de juros extremamente baixas e inflação igualmente baixa, configurando uma situação de “estagnação secular” (Summers, 2020).

Nesse contexto, o debate sobre a eficácia da política fiscal como instrumento de estabilização macroeconômica foi retomado nos países desenvolvidos (Auerbach, 2019, p.81). A questão central no debate se referia à possibilidade de compatibilizar o uso da política fiscal para estimular o nível de atividade econômica com a estabilidade da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo, dada a redução do espaço fiscal na maioria dos países desenvolvidos após a ocorrência da crise financeira de 2008. Essa questão foi abordada inicialmente por DeLong e Summers (2012), que argumentaram que numa situação em que a economia opera no ZLB e possui grande capacidade ociosa, uma expansão fiscal pode se autofinanciar, ou seja, seria compatível com a estabilidade ou até mesmo com a redução da dívida pública como proporção do PIB no médio-prazo.

Um parâmetro fundamental para a obtenção de uma expansão fiscal autofinanciável é o valor do multiplicador dos gastos do governo. Quanto maior o valor do multiplicador, maior será o acréscimo do produto resultante da expansão fiscal e, por conseguinte, maior será o aumento subsequente da arrecadação tributária, fazendo com que o déficit fiscal tenha uma menor expansão. Dessa maneira, é possível que o aumento

da atividade econômica seja maior do que o aumento da dívida pública, levando a uma redução da relação dívida pública/PIB.

Uma resenha da literatura internacional sobre os valores dos multiplicadores fiscais se encontra em Auerbach (2019). Um resultado importante obtido pelos estudos empíricos sobre o tema é que o valor do multiplicador dos gastos do governo é maior durante as recessões do que nos momentos em que o nível de atividade se encontra próximo ou acima do potencial. Em particular, Auerbach e Goronichenko (2012) encontram multiplicadores fiscais no intervalo entre 1 a 1,5 durante as recessões, e de apenas 0,5 durante as fases de expansão cíclica.

Outra questão que aparece no debate sobre os multiplicadores fiscais é avaliar se o valor deles é afetado ou não pelo nível de endividamento de um país. Aqui existem dois resultados possíveis. O primeiro é que um elevado nível de endividamento do governo poderia influenciar menos o valor do multiplicador durante a fase de expansão cíclica do que durante uma recessão, quando os mercados financeiros têm uma preocupação maior com a possibilidade de uma expansão fiscal causar uma crise financeira. O segundo resultado é que um valor mais elevado para os multiplicadores fiscais durante as recessões do que durante as fases de expansão pode levar os mercados financeiros a ter uma atitude mais tolerante com as expansões fiscais em períodos recessivos, reduzindo assim a taxa de juros requerida para a colocação de títulos do governo no mercado.

Essa questão foi abordada por Auerbach e Gorodnichenko (2017) por intermédio da estimação da relação entre a razão dívida pública/PIB e choques fiscais nos países da OCDE. As estimativas obtidas mostram que a relação dívida pública/PIB se reduz em resposta a uma expansão fiscal quando as economias se encontram em recessão. Esse resultado também é compatível com

a observação de que o risco percebido de crise fiscal, medido pelos spreads de *Credit Default Swap* sobre a dívida pública se reduzem de forma simultânea à expansão fiscal (Auerbach, 2019, p.92).

A análise da magnitude dos multiplicadores fiscais no Brasil foi feita recentemente por Resende e Pires (2021). Ao contrário da literatura internacional, cujo foco é no valor agregado do multiplicador fiscal e na dependência do mesmo com respeito ao estado do ciclo econômico e o nível do endividamento público, Resende e Pires (2020) desenvolvem uma metodologia de cálculo para o valor do multiplicador dos diferentes componentes da despesa primária da União, a saber: transferências de renda às famílias, despesas com folha de pessoal, investimentos e outras despesas. O período analisado é do primeiro trimestre de 1997 ao quarto trimestre de 2018. Os multiplicadores fiscais são construídos a partir de vetores autorregressivos (VAR). Os autores também calculam diferentes multiplicadores a depender do horizonte temporal envolvido. Dessa forma, são calculados os multiplicadores de impacto (resposta contemporânea do produto a uma variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), de horizonte  $n$  (resposta do produto no período  $t+n$  a uma variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), de pico (maior resposta do produto a variação do instrumento fiscal no período  $t$ ), cumulativo (resposta acumulada do produto até o período  $n$  face variação do instrumento fiscal no período  $t$ ) e cumulativo a valor presente (resposta acumulada do produto até o período  $n$  face variação do instrumento fiscal no período  $t$  trazida a valor presente com a taxa de juros bruta de estado estacionário).

Os resultados obtidos mostram que: (i) o investimento público tem o maior multiplicador de impacto (2,73) entre todas as categorias de gasto público; (ii) o multiplicador de impacto das transferências de renda às famílias é relativamente baixo

(0,723) mas converge para um valor próximo ao do investimento num horizonte de 16 trimestres; (iii) o multiplicador cumulativo das transferências de renda às famílias é superior ao multiplicador do investimento público para horizontes de tempo de 4, 8, 12 e 16 trimestres; e (iv) os multiplicadores de impacto, de horizonte e cumulativo das "outras despesas" é nulo ou negligenciável.

Uma implicação importante dos resultados de Resende e Pires (2021) é que a eficácia da expansão fiscal depende, de maneira crucial, da composição dela. Dessa forma, uma expansão fiscal baseada no aumento do investimento público e das transferências de renda às famílias possui um efeito multiplicador agregado muito maior do que uma expansão fiscal baseada, por exemplo, em aumentos dos salários dos servidores públicos e subsídios a empresas ou setores de atividade econômica. Além disso, o elevado valor do multiplicador de impacto do investimento público torna factível a obtenção de uma *expansão fiscal autofinanciável* mesmo numa situação em que a economia não opera no ZLB (Dávila-Fernandez, 2020).

## 5. Considerações finais

Após breve contextualização acerca da economia brasileira nas últimas duas décadas, ficou claro que um impulso fiscal é necessário para acelerar o crescimento econômico, impedindo efeitos de *histerese* sobre o comportamento do PIB. Com o Covid-19, e suas consequências, isso se tornou ainda mais premente, dado o choque adverso de 2020.

Na sequência, discutimos a sustentabilidade da dívida pública como proporção do PIB no Brasil sob diversos cenários. De acordo com cada cenário, e suas premissas, há grande variação na DBGG em 2040, mas também no nível de PIB no mesmo ano. Entretanto, na maioria dos cenários mais "normais", a DBGG ficaria entre 67% e 73% do PIB em 2040, ou seja, com redução

significativa no longo prazo. Portanto, **uma expansão fiscal moderada, focada na realização de investimentos públicos - os quais possuem o maior multiplicador entre as diversas despesas da União - não parece produzir grandes riscos para a dinâmica da dívida, ou seja, não produz uma trajetória explosiva para a dívida pública como proporção do PIB no longo-prazo**, não obstante os riscos inerentes em qualquer estratégia, ainda mais num contexto em que um arcabouço fiscal responsável e crível seja implementado.

Outro elemento detalhado no texto foram os diversos erros do arcabouço fiscal brasileiro até 2021, os quais demandam a realização de alterações, inclusive para permitir alguma política fiscal expansionista, quando necessário. **A Regra de Ouro, a meta de Resultado Primário e o Teto de Gastos vigentes até o presente momento, não se mostraram eficientes para controlar a dívida pública, e tampouco contribuem para a aceleração do crescimento econômico. Em suma, o arcabouço fiscal existente hoje no Brasil combina o pior de dois mundos: dívida em trajetória de elevação e crescimento medíocre no longo prazo.**

Nesse contexto, foi proposto a extinção da Regra de Ouro. Além disso, a meta de resultado primária deve ser alterada para uma meta de resultado primário ciclicamente ajustada. Finalmente, o teto de gastos também deve ser alterado, permitindo uma variação real positiva anual, o

que não significa que haveria descontrole dos gastos, e tampouco da dívida. Isso porque, além da evolução das despesas, igualmente importantes são as receitas e o crescimento econômico - fora a taxa de juros. Esse novo Teto de Gastos permitiria a expansão dos investimentos públicos, essenciais para o crescimento de curto prazo, mas também de longo prazo, dados os ganhos de produtividade.

Argumentamos, também, sobre a possibilidade de acelerar a melhora dos níveis de endividamento por aumento da arrecadação. É o caso de diversos tributos subutilizados no país, ou mesmo por conta de evasão e elisão fiscal. Enfim, com as mudanças propostas no arcabouço fiscal do país, a redução da taxa de juros seria mais estrutural, o que ajudaria na dinâmica da dívida. E considerando um impulso fiscal inicial, combinado com uma taxa de câmbio mais competitiva e reformas na estrutura tributária brasileira, o país poderia se recuperar mais rapidamente dessa década de dificuldades e mudar positivamente sua trajetória de crescimento.

Por fim, **mostramos que um impulso fiscal de boa qualidade, ou seja, baseado na expansão daqueles componentes da despesa primária que possuem efeito multiplicador mais elevado, quais sejam, os investimentos públicos e as transferências de renda para as famílias, pode inclusive ser autofinanciável se a taxa de juros Selic for mantida em patamares baixos por um longo período.**

## Referências

ARESTIS, P. **New Consensus Macroeconomics: a critical appraisal**. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N. 564, 2009.

AUERBACH, A.J. **Fiscal Policy** In: BLANCHARD, O; SUMMERS, L.H. (orgs). **Retrinking Macroeconomic Policy After the Great Recession**. MIT Press, Cambridge (Mass.), 2019.

AYUSO-I-CASALS, J. **National Expenditure Rules - Why, How and When**. European Economy - Economic Papers 2008 - 2015 473, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2012.

- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. **Austerity**: when it works and when it doesn't. Princeton University Press, 2019.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. **Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability** In: *Fostering a Dynamic Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.217-270, 2017.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v.4, n.2, p. 1-27, 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil 47, 2018.
- BORGES, B; BORÇA JR, G. **O quão estimulativa é a política monetária brasileira**. Blog do IBRE, 03 de janeiro, 2019 [[O quão estimulativa estaria a política monetária brasileira? | Blog do IBRE \(fgv.br\)](#)]
- CERRA, V.; SAXENA, S. **Booms, crises, and recoveries**: a new paradigm of the business cycle and its policy implications. IMF, WP/17/250, 2017.
- CORDES, T.; KINDA, T.; MUTHOORA, P.; WEBER, A. **Expenditure rules**: effective tools for sound fiscal policy?. IMF: WP 15/29, 2015.
- COURI, D. **Gradualmente e, então, de repente**. Valor Econômico, 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/gradualmente-e-entao-de-repente.ghtml>>.
- DÁVILA-FERNANDEZ, M. **Pode uma Expansão Fiscal Pagar-se a si Mesma?** Disponível em [Zero Lower Bound 2\\_c664278d0f.pdf \(amazonaws.com\)](#), 2020
- DELONG, J.B; SUMMERS, L.H. Fiscal Policy in a Depressed Economy. **Brookings Papers on Economic Activity**, 2012.
- DOMAR, E. The Burden of the Debt and National Income. **The American Economic Review**, Vol. 34, N. 4, pp. 798-827, 1944.
- ENGLER, P; TERVALA, J. Hysteresis and fiscal policy. **Journal of Economic Dynamics and Control**, Elsevier, vol. 93(C), pages 39-53, 2016.
- FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J. **A PEC 241/55**: redenção ou condenação?. *Brasil Debate*, 2016. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>.
- FERREIRA-FILHO, H.; FRAGA, J.; CABIDO, B. A evolução da pauta exportadora do Brasil e de Minas Gerais sob a abordagem da complexidade entre 2000 e 2013. **Revista Econômica do Nordeste**, v. 48, n.1, p. 63-79, 2017.
- FERREIRA-FILHO, H.; OREIRO, J. **Entre narrativas e fatos sobre a questão fiscal**: por um novo teto de gastos – parte 2. *Brasil Debate*, 2020. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/a-pec-24155-redencao-ou-condenacao/>>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.
- GIAMBIAGI, F.; TINOCO, G. **O teto do gasto público**: mudar para preservar. BNDES, Texto para Discussão 144, 2019.
- ILZETZKI, E; MENDOZA, E; VÉGH, C. How big (small?) are fiscal multipliers?. **Journal of Monetary Economics** 60(2), March, 239-254, 2013.
- INFOMONEY. **Atento à “tempestade perfeita” no país, Arminio Fraga defende mudança de rota e planejamento de mais longo prazo**, 2020. Disponível em: <<https://>>

[www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/](http://www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/)>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). **Relatório de Acompanhamento Fiscal**, n.41, 2020.

IZQUIERDO, A.; LAMA, R.; MEDINA, J.; PUIG, J.; RIERA-CRICHTON, D.; VECH, C.; VU-LENTIN, G. **Is the public investment multiplier higher in developing countries?** An empirical investigation. NBER Working Papers 26478, National Bureau of Economic Research, 2019.

KRUGMAN, P. **The case for permanent stimulus**. VoxEU, 2020. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/case-permanent-stimulus>>.

LLEDÓ, V.; YOON, S.; FANG, X.; MBAYE, S.; KIM, Y. **Fiscal rules at a glance**. IMF, 2017.

MILESI-FERRETTI, G. Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. **Journal of Public Economics**, 88, 2003.

NICKEL, C; TUDYKA, A. **Fiscal stimulus in times of high debt**: Reconsidering multipliers and twin deficits. Working Paper Series 1513, European Central Bank, 2013.

OREIRO, J.L. A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e Agenda de Política Econômica. **Estudos Avançados**, Vol. 40, pp. 27-42, 2017

OREIRO, J. **A estratégia de ajuste fiscal do governo Temer e a PEC 241**: diagnóstico certo, dosagem errada. Valor Econômico, 2016.

OREIRO, J.; D'AGOSTINI, L. Macroeconomic Policy Regimes, Real Exchange Rate Over-Valuation and Performance of Brazilian Economy (2003-2015). **Journal of Post-Keynesian Economics**, Vol. 40, pp. 168-182, 2017

OREIRO, J.; SILVA, K. A estagnação brasileira e a agenda de Paulo Guedes em tempos de coronavírus. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, vol. 10, n.1, 2020.

PERROTI, R. **Fiscal Policies in Recessions** In: AKERLOF, G; BLANCHARD, O; ROMER, D; STIGLITZ, J. (Orgs.) **What Have We Learned? Macroeconomic Policies After the Crisis**. MIT Press: Cambridge (Mass.), 2014.

PIRES, M. Uma Análise da Regra de Ouro no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 39, n.1, pp.39-50, 2019A.

PIRES, M. **A macroeconomia da política fiscal**. Valor Econômico, 2019B. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-macroeconomia-da-politica-fiscal.gh.html>>.

RESENDE, C.T; PIRES, M.C.C. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos**, Vol. 51, n.2, pp. 213-243.

SARIN, N.; SUMMERS, L. H. 2019. **Shrinking the Tax Gap**: Approaches and Revenue Potential. Working Paper 26475, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2019.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL (STN). **Regras Fiscais**: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro. Textos para Discussão, 2019.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL (STN). **Relatório de projeções da Dívida Pú-**

**blica Federal**, 2° quadrimestre, 2019B.

SEGURA-UBIERGO, A. **The puzzle of Brazil's high interest rates**. IMF Working Paper 12/62, IMF, 2012.

SUMMERS, L. Accepting the Reality of Secular Stagnation. **Finance & Development** VOL. 57, NO. 1, 2020.

WIESE, R; JONG-A-PIN, R.; DE HAAN, J. Can successful fiscal adjustments only be achieved by spending cuts?. **European Journal of Political Economy**, vol. 54, 2018.



# Notas Biográficas

## **Ana Carolina Nicacio**

Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da UNICAMP.

## **André de Melo Modenesi**

Professor Associado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Doutor pela mesma instituição. Foi coordenador da área de macroeconomia do IE/UFRJ, entre 2010-2017. Autor do livro texto Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real (Manole, 2005), vencedor do Troféu Cultura Econômica (Jornal do Comércio e Caixa RS).

## **Arnaldo Provasi Lanzara**

Professor de Ciência Política e Administração Pública da Universidade Federal Fluminense (UFF). Pesquisador do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT/PPED) e da Cátedra Democracia do Colégio Brasileiro de Altos Estudos da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Integra o Grupo de Pesquisa Interinstitucional "Futuros da Proteção Social", liderado por Sonia Fleury e posicionado no Centro de Estudos Estratégicos da Fundação Oswaldo Cruz (CEE-FIOCRUZ).

## **Bruno Moretti**

Economista pela UFF, Mestre em Economia pela UFRJ e Doutor em Sociologia pela UnB. Estágio pós-doutoral em Sociologia pela UnB.

## **Carla C. R. Araújo**

Graduação em Sistemas de Informações pela UnP-RN e em Estatística pela UFRN. É mestre em Estatística pela UFPE. Atualmente é Pesquisadora Bolsista do Ipea e Assistente Técnico Estatístico INEP.

## **Carlos Eduardo Santos Pinho**

Professor/Pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (PPGCS-UNISINOS). Sócio do Centro Internacional CELSO FURTADO de Políticas para o Desenvolvimento (The International CELSO FURTADO Center for Development Policies). Pesquisador do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT/PPED), coordenado por Renato Raul Boschi e Ana Celia Castro. Integra a Red de Hómulos sobre Desigualdad y Pobreza de la Asociación de Universidades Confiantes a la Compañía de Jesús en América Latina (AUSJAL) e o Grupo de Pesquisa Interinstitucional "Futuros da Proteção Social", liderado por Sonia Fleury e posicionado no Centro de Estudos Estratégicos da Fundação Oswaldo Cruz (CEE-FIOCRUZ).

## **Carlos O. Ocké-Reis**

Economista, Mestre e Doutor em Saúde Coletiva pela UERJ. Pesquisador do Ipea.

## **Daniel Negreiros Conceição**

Professor de economia e gestão pública

para o desenvolvimento econômico e social do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) na UFRJ e presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

### **Denise Lobato Gentil**

Professora Pesquisadora Colaboradora da Pós-Graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/IE/UFRJ).

### **Eduardo Fagnani**

Professor colaborador do Instituto de Economia da Unicamp.

### **Emilio Chernavsky**

Doutor em economia pela USP e Servidor público federal (EPPGG).

### **Fabiano Dalto**

Professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da UFPR e diretor de pesquisa do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

### **Francisco R. Funcia**

Economista e Mestre em Economia Política pela PUC-SP, Professor e Doutorando da USCS, Vice-Presidente da ABrES e Secretário de Finanças de Diadema desde jan/2021.

### **Gabriel Junqueira**

AFFC da Secretaria do Tesouro Nacional. Doutorando em Ciência Política na USP e mestre em Desenvolvimento Econômico pelo IE-Unicamp.

### **Gilberto Bercovici**

Professor Titular de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário). Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo (1996), é Doutor

em Direito do Estado pela Universidade de São Paulo (2001) e Livre-Docente em Direito Econômico pela Universidade de São Paulo (2003). A ênfase da sua produção está voltada para as áreas de Direito Econômico, Economia Política, Teoria do Estado, História do Direito Público e Teoria da Constituição, desenvolvendo pesquisas em torno dos temas de Estado e Subdesenvolvimento, Desenvolvimento Econômico, Papel do Estado na Economia, Política Econômica e Soberania.

### **Helder Lara Ferreira Filho**

Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), doutorando em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e pesquisador do Grupo Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. É Auditor Federal de Finanças e Controle da Secretaria do Tesouro Nacional.

### **Ilan Lapyda**

Sociólogo formado pela Universidade de São Paulo (USP) com intercâmbio de um ano na Universidade de Paris 10 - Nanterre, possui mestrado e doutorado em sociologia pela mesma instituição. Sua pesquisa versa sobre a questão da financeirização no capitalismo contemporâneo, tanto do ponto de vista teórico (mestrado) como analisando o caso do Brasil nos anos Lula (doutorado).

### **José Celso Cardoso Jr.**

Doutor em Desenvolvimento pelo IE-Unicamp, desde 1997 é Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA. Atualmente, exerce a função de Presidente da Afipea-Sindical e nessa condição escreve esse texto.

### **José Luís da Costa Oreiro**

Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB), Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universi-

dade do País Basco (Bilbao/Espanha), Pesquisador Nível IB do CNPq, Membro Sênior da Post-Keynesian Economics Society e Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento.

### **Kolai J. Yannick**

Economista, Bolsista Diest/Ipea.

### **Ladislau Dowbor**

Economista, professor titular da PUC-SP, autor de numerosos livros, artigos e estudos técnicos, disponíveis gratuitamente online no site [www.dowbor.org](http://www.dowbor.org)

### **Leandro Freitas Couto**

Analista de Planejamento e Orçamento, Doutor em Relações Internacionais, Pesquisador na DIEST/Ipea.

### **Leda Maria Paulani**

Prof<sup>a</sup>. Titular (sênior) do Departamento de Economia da FEA-USP e pesquisadora do CNPq.

### **Licio da Costa Raimundo**

Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

### **Lucas Trentin Rech**

Doutor em economia, Professor do departamento de Economia da UFBA e bolsista na DIEST/Ipea.

### **Luís Carlos G. de Magalhaes**

Economista e Mestre pela FEA USP. Doutor pelo IE-Unicamp. Técnico de Pesquisa e Planejamento IPEA.

### **Luiz Alberto Marques Vieira Filho**

AFFC da Secretaria do Tesouro Nacional. Doutorando em Economia no IE-Unicamp e mestre em Desenvolvimento Econômico pelo IE-Unicamp.

### **Luiz Gonzaga Belluzzo**

Professor Titular do IE/UNICAMP e pro-

fessor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

### **Maria Lúcia Fattorelli**

É coordenadora nacional da Auditoria Cidadã da Dívida ([www.auditoriacidada.org.br](http://www.auditoriacidada.org.br)), membro titular da Comissão Brasileira Justiça e Paz da CNBB e auditora-fiscal aposentada do Ministério da Fazenda. Atuou como membro das comissões de auditoria das dívidas do Equador e Grécia e assessorou a CPI da Dívida Pública na Câmara dos Deputados do Brasil.

### **Márcio Gimene**

Analista de Planejamento e Orçamento do Governo Federal. Doutor em Geografia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Mestre em Geografia pela Universidade de Brasília e Economista pela UFRJ. Fez estágio de pós-doutorado no Instituto de Economia da UFRJ. Atualmente trabalha na Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia. É Editor da Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO e Presidente da Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento – Assecor.

### **Miguel Bruno**

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

### **Pierre Salama**

Pierre Salama, economista especializado em América Latina, é professor da Universidade de Paris-13 e diretor do Grupo de Pesquisa sobre Estado, Internacionalização de Técnicas e Desenvolvimento. Sua obra tem se voltado, desde os anos 60, para a apreensão dos principais movimentos do capital e das relações de trabalho.

**Pedro Rossi**

Professor Livre docente do Instituto de Economia da UNICAMP.

**Rodrigo Octávio Orair**

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Ipea.

**Rudinei Marques**

Doutor em Filosofia, Presidente do Fonacate.

**Saulo Abouchedid**

Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

**William Nozaki**

Professor de economia e ciência política da Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo (FESPSP) e diretor técnico do Instituto de Estudos Estratégicos de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (INEEP).



**FONACATE**

Fórum Nacional Permanente  
de Carreiras Típicas de Estado

[www.fonacate.org.br](http://www.fonacate.org.br)