

Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008-2017

Financialization and Fragility of the Brazilian Public Sector: a study for the period 2008-2014

Deysianne Ulhôa de Carvalho *

Bernardo Pádua Jardim de Miranda

Thiago Fontelas Rosado Gambi

Resumo: O processo de financeirização da economia mundial intensificou-se após a década de 1970 movido pela ideologia neoliberal. Esse processo está intimamente ligado à criação e à comercialização de títulos de dívida e derivativos, principalmente títulos da dívida pública. No Brasil, o processo de financeirização está estreitamente relacionado ao endividamento do setor público, eixo fundamental da acumulação rentista-patrimonial no país. O objetivo deste artigo é mostrar que o processo de financeirização da economia brasileira é conduzido principalmente pelo Estado e, também, apresentar como esse processo tem afetado sua estrutura patrimonial, tornando-a mais frágil no sentido minskyano. Os resultados encontrados para o período de 2008 a 2014 revelam um aumento da fragilidade do setor público brasileiro coincidindo com o aprofundamento da financeirização no Brasil.

Palavras-chave: Financeirização; Fragilidade Financeira; Setor Público

Abstract: The financialization process has been intensified since the 1970s driven by neoliberal ideology. This process is closely linked to the creation and commercialization of debt and derivative securities, especially public debt securities. In Brazil, the financialization process is closely related to the indebtedness of the Public Sector, a fundamental axis of rents-patrimonial accumulation in the country. The main objectives of this article are to first show that the financialization process of the Brazilian economy is conducted mainly by the State and, second, to present how this process has affected its patrimonial structure, making it more fragile in the Minskyan sense. The results of the period from 2008 to 2014 show an increase in the fragility of the

* Respectivamente, Professora Substituta do Departamento de Ciências Sociais, Jornalismo e Serviço Social da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP); Professor do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas e do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Alfenas (Unifal-MG); e Professor do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas e do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Alfenas (Unifal-MG).

Brazilian Public Sector coinciding with the deepening of financialization in Brazil.

Keywords: Financialization; Financial Fragility; Public Sector

JEL Code: E1; E12; E65

1. Introdução

O capitalismo atual, orientado pela ideologia neoliberal, é caracterizado por um novo regime de acumulação do capital, definido pelos regulacionistas franceses como financeirização. Esse fenômeno pode ser interpretado como uma nova forma de regulação, sucessora da regulação monopolista, que atribui um papel determinante às variáveis financeiras e aos rendimentos financeiros nas decisões de investimento e produção (AGLIETTA, 2000; BOYER, 2000).

Quanto maior a capacidade dos agentes de se endividar e gerenciar o risco, mais desenvolvido tende a ser o mercado de títulos de dívida e derivativos, especialmente títulos de dívida pública (MASSÓ, 2016), ampliando o espaço para a imposição das pressões do capital financeiro e para o próprio processo de financeirização da economia (HARDIE, 2011). Nesse processo, a acumulação de capital ocorre principalmente na esfera financeira independentemente do mercado de bens e serviços. Em outras palavras, em vez de se reproduzir pelo esquema D-M-D', em que a esfera financeira torna-se um dos campos de valorização do capital como qualquer outro setor da economia subordinado às atividades produtivas (CHESNAIS, 1996; DUMÉNIL; LÉVY, 2010), o capital reproduz-se essencialmente por meio do esquema D-D', o que tem elevado a fragilidade financeira no sentido minskyano de todos os agentes econômicos: famílias, empresas e Estado (AGLIETTA, 2000; STOCKHAMMER, 2004). Assim, quanto mais profundo o processo de financeirização, maior a probabilidade de ocorrerem crises tipicamente financeiras.

Considerando especificamente o setor público, quanto maior a participação do mercado de dívida pública no processo de financeirização, maior a possibilidade de ocorrerem crises de dívida soberana, devido à

crescente dificuldade do Estado em tomar novos empréstimos e rolar dívidas antigas em condições adequadas, elevando o seu déficit e sua dívida e, consequentemente, resultando em estruturas financeiras mais frágeis (MASSÓ, 2016).

No caso do Brasil, pode-se dizer que o Estado é um protagonista da financeirização e os títulos de sua dívida pública, cuja principal atração é a elevada rentabilidade e liquidez, acabam por alimentar o processo (BRUNO *et al.*, 2011; HARDIE, 2011; BONIZZI, 2014). A demanda por títulos rentáveis e líquidos é praticamente garantida, na medida em que satisfaz os interesses rentistas dos demais agentes econômicos. Dada a importância da acumulação financeira por meio de títulos públicos, a dívida pública revela-se como uma faceta importante da riqueza no capitalismo contemporâneo, especialmente em países em desenvolvimento (FERNANDES, 2009).

Tendo em vista as considerações acima, o objetivo deste artigo é mostrar que o processo de financeirização da economia brasileira é conduzido principalmente pelo Estado e, também, apresentar como esse processo tem afetado sua estrutura patrimonial, tornando-a mais frágil no sentido minskyano. Os resultados encontrados para o período de 2008 a 2014, calculados a partir de dados consolidados das demonstrações contábeis do Governo Federal, revelam um aumento da fragilidade do setor público brasileiro coincidindo com o aprofundamento da financeirização no Brasil.

Este trabalho comprehende, além desta introdução, três seções seguidas das considerações finais. Na segunda seção, são abordados os conceitos de financeirização e fragilidade. Primeiro, são apresentadas diversas abordagens da financeirização a partir de diferentes autores e correntes de pensamento econômico, a fim de se construir uma reflexão sobre o papel do Estado nesse processo. A seguir, sintetiza-se a hipótese da fragilidade de Minsky que será uma das bases para a análise da fragilidade do setor público brasileiro. Na terceira seção, discute-se brevemente uma abordagem histórica para o processo de financeirização no Brasil, a fim de preparar o terreno para uma análise conjuntural do mercado de títulos públicos brasileiro entre 2008 e 2014. A quarta seção alinha as discussões anteriores e apresenta a análise da fragilidade do setor público brasileiro baseada na metodologia desenvolvida

por Terra *et al.* (2009). Os principais resultados do estudo são sintetizados nas considerações finais.

2. Conceitos de financeirização e fragilidade minskyana

2.1 Conceitos de financeirização

A origem do modo de regulação financeirizado resulta das diversas transformações ocorridas, principalmente, a partir da década de 1970, como o fim do acordo de Bretton Woods, o primeiro choque do petróleo, o processo de estagflação e a crise do modelo keynesiano-fordista (BOYER, 2004). Além disso, as inovações financeiras – como a criação de *hedge* e derivativos –, a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais e do balanço de pagamentos proporcionaram maior flexibilidade ao capital financeiro e a dominância das finanças em relação ao sistema produtivo (CROTTY, 2000; AGLIETTA, 2004). Embora a financeirização seja um processo passível de identificação no tempo, seu conceito é polissêmico e varia conforme diferentes autores e correntes de pensamento econômico.

Na visão de autores marxistas, por exemplo, o processo de financeirização parte de uma importante distinção feita por Marx entre duas formas específicas de capital: o capital real e o capital fictício, denominados atualmente de valores mobiliários (GUTTMANN, 2008). A fundamental diferença entre os dois é que, enquanto o capital real, por meio da exploração da força de trabalho no processo de produção, gera a mais-valia que garante sua própria expansão, o capital fictício permite que o sistema de crédito se desenvolva mesmo quando não há mais relação do capital com a produção real. Nesse estágio, o processo de valorização do capital passa a ocorrer sem estar necessária e diretamente ligado ao processo produtivo (FERNANDES, 2009; MOLLO, 2011).

De acordo com Chesnais (2002) e Guttmann (2008), Marx já havia identificado, em sua época, três formas de capital fictício: 1) o estágio mais desenvolvido do crédito, 2) os títulos de propriedade das empresas (as ações) e 3) os títulos da dívida pública, ressaltando que os títulos apenas estabelecem direitos sobre uma fração da mais-valia de que vai se apropriar. Resumidamente, o capital fictício obscurece a relação entre valorização e

produção, permitindo que o dinheiro passe a ter o “dom natural” de se multiplicar, tornando-se capaz de gerar mais dinheiro sem a necessidade de intervenção dos processos de produção e circulação (FERNANDES, 2009). A compreensão da financeirização pelos marxistas envolve, essencialmente, a ideia de composição da riqueza vinculada, portanto, ao que reconhecem como capital fictício. Chesnais (2002) concorda que o capital de aplicação financeira passou a exercer contemporaneamente um peso significativo sobre o nível e a orientação do investimento, além de configurar uma redistribuição de renda. Esse foi o ponto de partida da hipótese de que o regime de acumulação sucessor do regime fordista se daria, em maior medida, num regime organizado a partir das relações na esfera financeira e, em menor medida, na esfera produtiva. Nesse mesmo sentido, Lapavitsas (2011) define a financeirização como uma mudança estrutural do capitalismo que resulta na subordinação das atividades produtivas ao capital financeiro, com efeitos micro e macroeconômicos.

Para os regulacionistas, o sistema capitalista vive atualmente um período histórico cujo regime de acumulação se dá pela dominância das finanças. Segundo Boyer (2000), o regime de acumulação atual seria “*finance-led*”, pois a decisão de investimento não dependeria apenas do comportamento do consumo, como ocorria na era fordista, mas das restrições impostas pelo mercado de capitais. Essa corrente não associa a financeirização a um resultado necessariamente negativo, pois, nesse regime de acumulação, um aumento da rentabilidade no mercado de capitais poderia propiciar um ciclo virtuoso na economia, uma vez que o consumo poderia aumentar (efeito renda) e, se as empresas reagissem a esse aumento, o investimento poderia se expandir. Assim, o processo de financeirização alteraria o significado de riqueza, antes associada ao estoque de capital real ou imobilizado, e agora aos ativos financeiros e moedas (AGLIETTA, 2004).

Na mesma linha, Stockhammer (2008) sustenta que o processo de financeirização pode ter um efeito ambíguo sobre o investimento produtivo e, assim, sobre o crescimento econômico. Segundo o autor, o novo regime seria “*finance-dominated*”, caracterizado pelo aumento do endividamento das famílias e das empresas, e por uma governança corporativa direcionada para a geração de valor para o acionista. Este último aspecto tem sido apontado como

responsável pelo direcionamento dos recursos líquidos das empresas preferencialmente para a distribuição de dividendos e a recompra de ações, o que tem reduzido os recursos disponíveis para a aquisição de ativos fixos por parte das empresas. O resultado tem sido, por um lado, um crescimento mais lento do investimento produtivo e, consequentemente, da demanda agregada e da renda; por outro, um aumento da fragilidade dos agentes econômicos e da probabilidade de crises financeiras.

Numa abordagem de caráter mais sociológico, Evans e Hubbard (2008), Duménil e Lévy (2010) e Palley (2013) entendem a financeirização como a dominação da economia pelos interesses dos investidores financeiros. Para eles, a *haute finance* é um agente econômico e político em ação na história do capitalismo, representada por uma fração da classe dominante que se articula estruturalmente junto às instituições financeiras e se apresenta como ator social fundamental.

Hardie (2011) associa financeirização e risco. Para ele, a financeirização representa uma configuração particular dos mercados financeiros, permitindo aos seus participantes comprar e vender diferentes tipos de risco. Assim, a financeirização pode ser entendida como a capacidade dos agentes em transacionar e gerenciar risco, ou seja, a financeirização aqui se refere à liquidez do mercado. E, uma vez que as regras e as estruturas de mercado das economias moldam os mercados financeiros, e que essas se diferenciam entre os países, pode-se observar diferentes graus de financeirização entre as economias. Massó (2016) tem um entendimento semelhante, porém coloca o Estado no centro de sua definição de financeirização. Ele a define como a capacidade do Estado de se endividar e gerenciar o risco de sua dívida. Segundo o autor, quanto maior a capacidade do Estado de se endividar e transacionar os títulos de sua dívida, mais líquido será o mercado de dívida soberana e mais profundo o processo de financeirização da economia. O mercado de dívida pública permite aos investidores tomar e transacionar riscos, aumentando a liquidez desses títulos e, ao mesmo tempo, associado a outras questões econômicas, elevar a fragilidade do setor público e a possibilidade de ocorrerem crises tipicamente financeiras. Isso acontece porque os investidores podem impor custos maiores para emissão de novas

dívidas e para a rolagem de dívidas antigas, elevando o déficit e a dívida pública (HARDIE, 2011; MASSÓ, 2016).

Neste trabalho, o processo de financeirização é entendido como uma nova forma de regulação e acumulação da economia capitalista contemporânea, a qual é conduzida pelos interesses do capital rentista. É no mercado de títulos de dívidas, principalmente de dívida pública, que o capital rentista tem maior capacidade e facilidade de se impor, subordinando a política monetária e fiscal a seu favor, o que contribui para aumentar a fragilidade do setor público no sentido minskyano, em detrimento dos interesses do capital produtivo, do trabalhador e das políticas sociais.

2.2 A fragilidade em Minsky

Pode-se dizer que Minsky (2009) aderiu amplamente à ideia pós-keynesiana de que a economia é inherentemente instável e isso ocorre, em parte, devido às formas de financiamento dos investimentos. Sua teoria considera que o investimento, sendo variável chave para o crescimento da acumulação da riqueza em uma economia capitalista, é condicionado pela dinâmica do mercado financeiro. Este, por meio da concessão de financiamentos, possibilita a efetivação de grande parte das decisões de investimento, uma vez que a acumulação de riqueza em uma economia capitalista é acompanhada pela troca de dinheiro presente por dinheiro futuro (MINSKY, 2009).

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

liquidez por parte dos bancos ao mesmo tempo em que elevam sua oferta de crédito. Inversamente, considerando um desequilíbrio nos saldos bancários, corre-se o risco de uma recessão econômica. Nesse cenário, a preferência pela liquidez por parte dos bancos aumenta, as previsões pessimistas reduzem os retornos esperados de suas aplicações, há tendência de deflação do valor dos ativos e redução do volume de crédito na economia.

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

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

A primeira postura, *hedge*, é utilizada por agentes que esperam que o fluxo de caixa seja mais do que suficiente para a quitação de compromissos contratuais, no presente e no futuro. Consequentemente, os agentes que usam o sistema *hedge* não podem ter um grande volume de dívidas, pelo contrário, têm estruturas financeiras mais sólidas. A segunda postura diz respeito à utilização do sistema de financiamento denominado especulativa. Nessa situação, os agentes sabem que o fluxo de caixa será menor do que os compromissos de pagamento em alguns períodos de curto prazo. Minsky

(2009) diz que as deficiências do fluxo de caixa para esse tipo de financiamento surgem porque existem compromissos para se pagar à vista sobre um valor principal que é maior do que as receitas sobre o principal no mesmo período, fazendo com que o sistema financeiro especulativo envolva a rolagem de dívidas que estão prestes a vencer. Uma empresa, por exemplo, que utiliza o sistema *hedge* pode se tornar especulativa se houver uma queda na receita, e uma empresa especulativa pode também se transformar em *hedge* se ocorrer uma entrada de receita ou se as dívidas forem financiadas. A terceira postura reconhecida como Ponzi é similar à especulativa. Contudo, enquanto nos fluxos de caixa de períodos curtos para os agentes especulativos os custos financeiros não aumentam as dívidas, nas unidades que utilizam o sistema Ponzi, os custos são maiores do que as receitas, de maneira tal que a quantidade de dívidas aumenta relativamente.

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

Para minimizar os efeitos geradores de instabilidade na economia, Minsky (2009) propõe a atuação de duas instituições: o governo e o Banco Central – ambos agindo para minimizar os efeitos das crises financeiras, pois a incerteza fundamental é inerente ao sistema capitalista e a economia comporta-se de diferentes maneiras em diversos momentos históricos, visto que as práticas e a estrutura dos compromissos financeiros mudam. Desse modo, essas instituições colaborariam com a redução da deterioração das posições financeiras das empresas ao longo das fases de expansão e crescimento, desenvolvendo um papel de agente anticíclico.

3. A financeirização da economia brasileira

3.1 A financeirização no Brasil em perspectiva histórica e na conjuntura 2008-2014

A nova dinâmica na economia global em que o sistema produtivo é ultrapassado em importância pelo sistema financeiro trouxe consequências muito peculiares para a economia brasileira, na qual a participação do Estado é ativa no processo de financeirização, alimentando-o por meio da manutenção de altas taxas de juros (BRUNO *et al.*, 2011; HARDIE, 2011). Isso, evidentemente, denota uma grande limitação para o país seguir uma trajetória de crescimento e desenvolvimento econômico. Historicamente, Bruno e Caffé (2015) dividem a financeirização da economia brasileira em dois períodos. O primeiro abrange os anos de 1970 a 1993, caracterizados pela aceleração da inflação, pelo desequilíbrio das contas públicas, pela utilização de mecanismos de correção monetária e por um ambiente econômico de elevada incerteza. O segundo período inicia-se em 1994 e se estende até hoje, sendo marcado pela estabilização dos preços e a manutenção de elevadas taxas de juros nominais e reais.

O processo de financeirização do país teria começado no final da década de 1970, com a aceleração da inflação e a indexação, impondo uma lógica de acumulação financeira ou patrimonialista. Nos anos 1980, o aumento do endividamento do setor público e os fracassos dos planos de estabilização afetaram negativamente as expectativas em relação à capacidade do Estado de gerenciar as políticas monetária e fiscal. Os agentes privados, temendo a redução do valor do seu patrimônio, pressionaram o Estado para manter inalterada sua riqueza com o aumento da transferência de renda por meio do capital rentista (CANO 1999; BELLUZZO; ALMEIDA, 2002), resultando na elevação do endividamento do setor público.

Segundo Pedras (2009), no final dos anos 1960 foram tomadas as principais medidas que propiciaram o desenvolvimento do mercado de títulos federais no Brasil e o comportamento rentista da economia. Tais medidas visavam à obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União; à realização de investimentos específicos não contemplados no orçamento; à consolidação das operações de mercado aberto e ao giro da dívida pública mobiliária interna da União. Nesse período,

iniciou-se a emissão regular de títulos prefixados, inaugurando-se, inclusive, o processo de colocação desses títulos no mercado por meio de oferta pública a preços competitivos (leilão). Nos primeiros anos da década de 1970, aumentou a participação das Letras do Tesouro Nacional (LTNs) no total da dívida, reflexo do maior uso desse instrumento na execução da política monetária. Enquanto no final de 1970 as LTNs representavam 5% do estoque da dívida, em 1972 passaram a 33,6%, demonstrando que a dívida pública não era mais somente um instrumento de financiamento do governo, mas também um instrumento de condução da política monetária e acumulação de riqueza.

Apesar de o financiamento externo ter sido utilizado para a industrialização desde os anos 1940, foi a partir do final da década de 1960 que se observou uma ampliação do fluxo de empréstimos internacionais, justificado pelos investimentos públicos, cujo resultado foi aumentar o custo da dívida externa ao longo dos anos 1970, em função da elevação das taxas de juros internacionais (TERRA; FERRARI FILHO, 2011). Com o segundo choque do petróleo e a retração econômica mundial após 1979, os credores internacionais passaram a dificultar o financiamento aos países devedores. Diante da carência de fontes de poupança externa, surgiu a dificuldade de equilibrar o balanço de pagamentos. Essa ocorrência gerou, para o Brasil, uma ampliação de seu endividamento, precisando buscar credores internos para cobrir suas necessidades de financiamento. A trajetória da dívida do setor público no Brasil é caracterizada pelas dificuldades enfrentadas pelo país na sistematização de seu endividamento externo desde o final da década de 1970 e durante toda a década de 1980.

Com a estabilização da economia e o fim da correção monetária em 1994, os ganhos inflacionários diminuíram. Porém o aprofundamento das reformas neoliberais, durante todo o período, e a manutenção de elevadas taxas de juros reais permitiram o avanço do processo de financeirização e do ganho financeiro com os juros (BRUNO; CAFFÉ, 2015). A estabilização dos preços foi marcada por uma gama de reformas institucionais, micro e macroeconômicas. A liberalização da economia brasileira iniciada no fim da década de 1980 sustentou a estabilização do Plano Real, mantendo baixos os preços das importações e pressionando para baixo os preços domésticos. Inicialmente, a alta taxa de juros servia para atrair capitais que garantiam a

apreciação da moeda nacional e mantinham os preços baixos. Após 1994, a taxa de juros foi mantida elevada para evitar fugas de capitais (MOLLO, 2009).

A forma pela qual a economia brasileira se inseriu na economia mundial fortaleceu os setores rentistas nacionais e impôs a lógica financeira ao processo de acumulação (PAULANI, 2009). Como aponta Bruno (2005), os objetivos da nova orientação do Estado brasileiro, a partir da década de 1990, são: a) reordenar a atuação do Estado na economia, de modo que o Estado se ausentasse de setores em que os capitais privados poderiam, supostamente, operar de modo mais eficiente, dedicando-se apenas ao provimento de bens tipicamente públicos, como educação, saúde, justiça, segurança e regulação; b) reduzir a dívida do setor público, uma vez que a receita da privatização das empresas estatais seria utilizada na redução de parte do estoque da dívida pública a ponto de contribuir, inclusive, na redução da vulnerabilidade financeira do governo brasileiro; c) retomar os investimentos nas empresas privatizadas, partindo da ideia de que a privatização possibilitaria a retomada dos investimentos necessários para a expansão da capacidade produtiva; d) modernizar o setor industrial, processo considerado natural e resultante da privatização e da nova gestão das empresas industriais ao operarem num ambiente de maior competitividade; e, por fim, e) fortalecer o mercado de capitais, alterando seu caráter tradicional de concentração em poucos papéis para o aumento da colocação de papéis junto ao público.

O resultado dessa atuação do Estado, segundo Bruno *et al.* (2009), foi uma queda da taxa de acumulação de capital produtivo e um aumento da taxa de lucro a partir de 1994. A relação entre o estoque de ativos financeiros e o estoque de ativos produtivos aumentou de 15% em 1992 para 75% em 2008.

Diante de um cenário marcado por inflação e baixo crescimento, expandiram-se no Brasil as expectativas de que o livre jogo das forças do mercado global viabilizaria, por si só, o crescimento econômico. Dos anos 90 em diante, os princípios do “Consenso de Washington” orientaram a condução da política econômica (FERNANDES, 2009). Essa adesão resultou também em uma forma quase hegemônica de se pensar a economia em seus aspectos macroeconômicos, dentro do que ficou conhecido como o Novo

Consenso Macroeconômico, no qual o mercado é tido como fundamentalmente estável e políticas de estímulo à demanda agregada, principalmente via política fiscal, são vistas como geradoras de instabilidade na economia.

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

Como se pode observar na Tabela 1, entre os anos de 2008 e 2014, o maior gasto do governo em relação à receita esteve relacionado com as despesas financeiras (pagamento de juros e amortizações), sendo a média para o período em torno de 25% das receitas, enquanto a despesa com capital, no período, foi de apenas 6,6% das receitas. Esse resultado mostra o deslocamento da receita do governo para os detentores da dívida pública brasileira.

Observe-se que entre os anos de 2008 e 2009 houve um aumento das despesas financeiras. De acordo com Nassif (2015), esse comportamento é resultado do aumento da taxa de juros no segundo semestre de 2008 devido à crise financeira internacional, que resultou no aumento do endividamento do setor público e no pagamento do serviço da dívida. Em 2010 e 2011, tem-se uma diminuição das despesas financeiras em relação à receita, resultado da redução da taxa de juros (que, por sua vez, reduziu o custo da dívida e seu crescimento) e do aumento da arrecadação, devido ao crescimento econômico do período. Porém, a partir de 2012, tem-se o aumento desse gasto devido à redução da arrecadação, consequência da política de desoneração do governo Dilma, que provocou um aumento do déficit público, e o aumento da taxa de juros, chegando em 2014 a quase 40% da receita do governo.

Tabela 1 – Despesas financeiras e de capital em razão da receita total consolidada do governo (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Despesas Financeiras/Receita	21,54%	23,93%	17,32%	14,00%	22,65%	35,52%	39,95%
Despesas de Capital/Receita	6,34%	6,15%	7,68%	6,05%	6,69%	7,16%	5,91%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

O comportamento das contas públicas tem modificado o resultado primário e operacional das contas públicas, mostrando o aumento do pagamento com juros em relação ao PIB ao longo do período. Em 2008, o resultado primário foi de 3,3% e o nominal de -2% em relação ao PIB. Porém, com a redução da arrecadação e o aumento do endividamento e da taxa de juros em 2014, o resultado primário foi negativo, -0,6% do PIB, e o nominal atingiu -6% do PIB. Os dados mostram que o pagamento de juros foi a principal fonte de déficit do setor público, uma vez que entre 2008 e 2013 o governo obteve superávit primário, porém durante todo o período teve déficit nominal (Tabela 2). Além disso, os resultados mostraram uma deterioração das contas públicas no período.

Tabela 2 – Resultado primário e nominal do setor público em razão do PIB (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vencimento Médio em Anos	3,5	3,5	3,5	3,6	4,0	4,2	4,4
Participação da Dívida de C.P.	27,3%	24,8%	24,6%	22,3%	25,0%	25,5%	24,6%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

Um ponto a ser destacado em relação aos títulos públicos foi a sua rentabilidade ao longo do período. De acordo com o Relatório da Dívida Pública de 2014, do Tesouro Nacional, entre 2008 e 2014, a rentabilidade média dos títulos da dívida pública foi de 11,53% ao ano. Além disso, o período de vencimento dessa dívida foi de 3,9 anos, em média, e a dívida de

curto prazo (vencimento em 1 ano) corresponde, em média, a quase 25% da dívida total no período.

Tabela 3 – Vencimento médio dos títulos e porcentagem da dívida de curto prazo (C.P.) em relação à dívida total (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vencimento Médio em Anos	3,5	3,5	3,5	3,6	4,0	4,2	4,4
Participação da Dívida de C.P.	27,3%	24,8%	24,6%	22,3%	25,0%	25,5%	24,6%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

Como apontado por Bruno *et al.* (2009), sob taxas de juros reais extremamente elevadas pelos padrões internacionais, nos últimos anos, o novo eixo da acumulação financeira direcionou-se para os derivativos e títulos de renda fixa, ambos associados ao endividamento público. A dívida pública interna brasileira foi o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial nas duas últimas décadas. Além disso, a manutenção de taxas de juros elevadas entre 2002 e 2016 foi o principal fator de crescimento da dívida do setor público,¹ favorecendo mais o credor da dívida pública (BRUNO; CAFFÉ, 2017).

A razão dívida pública/PIB expandiu-se chegando a passar de 18% na década de 1990 para 50% do PIB nos anos 2000 (BRUNO *et al.*, 2009). Essa razão continuou a crescer, chegando em 2008 a 55,98% do PIB. No ano de 2009, atingiu a razão mais elevada, 59,21% do PIB, resultado do crescimento negativo da economia no ano e da elevação da taxa de juros. Porém, a partir de 2010, ficou em torno de 51% do PIB, modificando-se no ano de 2014, resultado da política de desoneração (que resultou na queda da arrecadação), da elevação da taxa de juros e do baixo crescimento do PIB no ano.

¹ Bruno e Caffé (2017) demonstraram que há uma causalidade entre o aumento da taxa de juros e aumento da dívida pública. Segundo os autores, o aumento de 1% na taxa Selic provoca um aumento a dívida pública em 1,3%.

Tabela 4 – Estoque da dívida do setor público em bilhões de reais e em porcentagem do PIB e taxa Selic (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dívida Líquida	1.397,0	1.497,4	1.694,0	1.866,4	2.008,0	2.122,8	2.202,9
Dívida Líquida/PIB	55,98%	59,21%	51,77%	51,30%	53,77%	51,69%	57,19%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

Esses dados permitem inferir que o processo de financeirização aprisionou as finanças do setor público por determinarem as políticas monetária e fiscal, formatando-as de acordo com as prerrogativas da acumulação do setor rentista (PAULA; BRUNO, 2017). É essa a especificidade do desenvolvimento da financeirização no Brasil, isto é, são os gastos financeiros permanentemente alimentados por elevadas taxas de juros que respondem pelo crescimento da dívida pública.

Como apontado por Oreiro e Paula (2011), a razão fundamental para a persistência de juro real tão elevado deve-se, em parte, ao fato de que nosso país é o único no mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão conectados por intermédio das chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). A existência desses títulos faz com que a taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional seja a mesma taxa de juros que o Tesouro paga por fração considerável da dívida pública. Nesse sentido, afirmam ainda que a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja “excessivamente alta”, sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Com isso, o Estado não possui o controle direto sobre a circulação dos títulos da sua dívida (BRUNO; CAFFÉ, 2017).

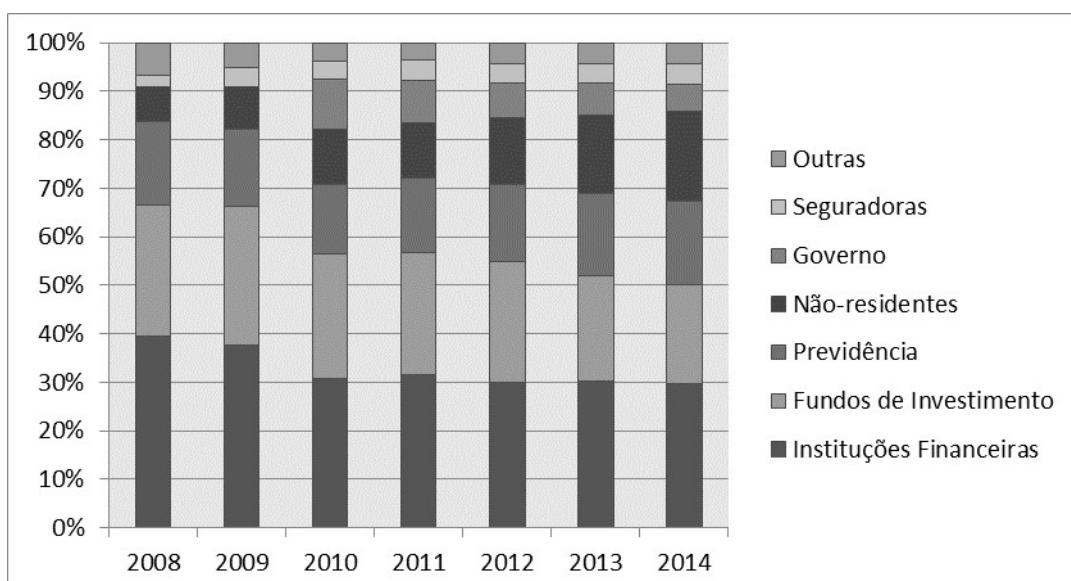
Dessa maneira, o processo de acumulação rentista/patrimonialista da economia, após o ano 2000, foi conduzido pelo Estado brasileiro, sendo a dívida soberana o pilar central da construção do mercado financeiro nacional e o crescimento do mercado de dívida pública a base do seu crescimento. Para completar a análise da financeirização brasileira, é preciso considerar também

a outra ponta do mercado, isto é, avaliar o perfil dos compradores de títulos públicos.

3.2 O perfil do investidor em títulos públicos brasileiros e seu volume de transações

Uma das características do processo de financeirização no Brasil é que os principais detentores da dívida pública são investidores institucionais (instituições financeiras, fundos de investimentos, previdência e seguradoras). As instituições financeiras detiveram quase 40% dos títulos públicos em 2008, seguidas pelos fundos de investimento, 27%, e pelos fundos de previdência, quase 20%. Note-se ainda que, até 2014, observou-se um aumento da participação de não-residentes de quase 7%, em 2008, para 16%, em 2014. Por outro lado, neste ano, ainda que elevada, a participação das instituições financeiras recuou para a casa dos 30%.

Gráfico 1 – Perfil dos investidores em título público brasileiro (2008-2014)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

O que mais chama a atenção nos dados acima é que, no conjunto dos investidores, a representatividade das famílias é muito pequena em relação aos investidores institucionais. Esse é um dado relevante porque, obviamente, as

políticas adotadas no país tendem a atender os interesses daqueles que constituem a maior parcela da base de investidores da dívida pública.

Outra característica do aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira é o volume de transações de títulos públicos no mercado secundário. Em 2008, o volume médio mensal desse título no mercado secundário foi de R\$13,31 bilhões, o que corresponde a 5,06% da média do PIB/mês. Em 2009, o volume foi de R\$13,51 bilhões e, em 2010, foi de R\$16,83 bilhões, aproximadamente 4,87% da média do PIB/mês. Entre 2012 e 2013, o volume de títulos transacionados aumentou com a elevação de sua rentabilidade e a redução das incertezas da economia brasileira. Porém, em 2014, houve uma redução dessas transações dadas às incertezas eleitorais e econômicas.

Tabela 5 – Volume médio mensal das transações com títulos públicos no mercado secundário em bilhões de reais a valores correntes e em razão do PIB médio mensal (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Média Mensal do Volume	R\$13,31	R\$13,51	R\$15,83	R\$16,60	R\$25,41	R\$29,76	R\$16,30
Média Mensal do Volume/PIB	5,06%	4,86%	4,88%	4,55%	6,34%	6,71%	3,45%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios anuais da Secretaria do Tesouro Nacional.

O protagonismo do Estado no processo de financeirização brasileiro leva ao seguinte paradoxo: por um lado, procura-se adotar políticas liberalizantes, na direção do Estado mínimo; por outro, e em aparente contradição, o Estado deve fortalecer o seu orçamento para garantir o pagamento do serviço de sua dívida pública. Parece não haver dúvida de que o neoliberalismo precisa de um Estado forte para ser implementado. No Brasil, o Estado forte, ou melhor, com orçamento elevado para assegurar o pagamento de juros, é condição para a manutenção desse esquema de acumulação financeirizada: responsabilidade fiscal, estabilidade de preços e drenagem de recursos majoritariamente do setor produtivo e dos salários para o rentismo. O resultado desse processo sistemático, como será desenvolvido a seguir, é a própria fragilização do Estado.

4. A teoria da fragilidade financeira aplicada ao setor público brasileiro

4.1 Metodologia do índice de fragilidade financeira do setor público

Segundo Minsky (2009), a atuação do setor público como estabilizador da economia depende de sua capacidade financeira, isto é, da sua margem de segurança em relação ao pagamento de seus compromissos financeiros. Sua posição financeira, por sua vez, depende de seu fluxo de caixa.

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

$$(T + Rk + Rof) - G = (Ga + Gi) \quad (1)$$

Onde: T são tributos; Rk são receitas de capital; Rof são receitas de outras fontes; G são gastos correntes; Ga são gastos financeiros com amortização e Gi são gastos financeiros com pagamento de juros de dívida.

Dividindo-se os dois membros da equação 1 por $(Ga + Gi)$, obtém-se o referido indicador:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} = 1 \quad (2)$$

Diante dessa situação de equilíbrio, Terra *et al.* (2009) pressupõem que a situação hedge dar-se-á por:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} > 1 \quad (3)$$

A situação especulativa dar-se-á por:

$$0 < \frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 1 \quad (4)$$

E a situação Ponzi dar-se-á por:

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 0 \quad (5)$$

O índice a ser calculado representa a robustez financeira do setor público brasileiro. Se o resultado for um valor maior que 1, a situação financeira é *hedge*. Nesse cenário, as receitas totais do setor público superam

tanto os seus gastos correntes quanto os financeiros, de maneira que a margem de segurança com recursos em caixa garante sua solvência diante de possíveis alterações nos gastos. Porém, se o índice encontrado, a partir da fórmula $0 < \frac{(T+Rk+Rof)-G}{(Ga-Gi)} < 1$ for um valor entre 0 e 1, a situação financeira é especulativa. Isso quer dizer que as receitas totais superam apenas os gastos correntes. Nessa situação não há margem de segurança, somente superávits sobre os gastos correntes, sendo necessária a captação de recursos que permitam rolar a dívida.

Finalmente, se o índice calculado resultar em um valor menor que 0, a situação financeira desse agente econômico será Ponzi. Nesse cenário o setor público não consegue cobrir nem mesmo seus gastos correntes, tampouco da amortização e dos juros que lhe competem. Nesse caso, seria necessário reestruturar gastos (correntes e financeiros) e captar receitas, sob pena de redução do crescimento do produto do país, na medida em que a renda privada se redirecionaria dos investimentos produtivos para o financiamento do setor público.

4.2 A fragilidade do setor público brasileiro

Com base no referencial analítico desenvolvido por Terra *et al.* (2009), busca-se interpretar os dados das contas públicas brasileiras, a fim de identificar quais foram as posições financeiras do setor público entre 2008 e 2014. Para esta pesquisa empírica foram coletados os valores consolidados das demonstrações contábeis do Governo Federal para o referido período. Esses valores foram localizados nos relatórios do Balanço do Setor Público Nacional, divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional, conforme exigência estabelecida no art. 163 da Constituição Federal.

Os resultados obtidos mostram o aumento da fragilidade do setor público ao longo do período. Em 2008, o índice era de 0,63. No ano seguinte, o índice melhorou, principalmente, pelo crescimento mais lento das despesas correntes em relação ao crescimento das receitas. Porém, em 2010, sofreu uma redução, passando para 0,4, devido à estagnação do crescimento da arrecadação, em função da política de desoneração e do aumento do gasto governamental com o objetivo de estimular a demanda agregada e o

crescimento econômico. Destaque-se que, nesse ano, dada a diminuição da taxa de juros, ocorreu uma redução nos gastos com amortização e serviço da dívida quando comparados com o ano anterior. Em 2011, o índice se recuperou, passando para 0,74, resultado da melhora da economia, que se refletiu em crescimento da arrecadação e, assim, na melhora das contas públicas.

Porém, a partir de 2012, tem-se uma piora na situação financeira e contábil das contas do governo devido ao crescimento mais lento da arrecadação, ao aumento dos gastos correntes do governo e à elevação do pagamento de amortização e juros da dívida pública. Em 2013, a situação patrimonial do governo foi Ponzi, pois o índice foi -0,04. Isso se deu, novamente, ao aumento do pagamento de juros e, principalmente, ao baixo crescimento da arrecadação e ao aumento dos gastos correntes, resultando em um baixo superávit primário. A política de estímulo à demanda agregada e manutenção do crescimento econômico contribuiu para aumentar a fragilidade do setor público.

Tabela 6 – Índice de fragilidade financeira do setor público (2008-2014)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Índice de Fragilidade	0,63	0,74	0,4	0,74	0,52	-0,04	0,19

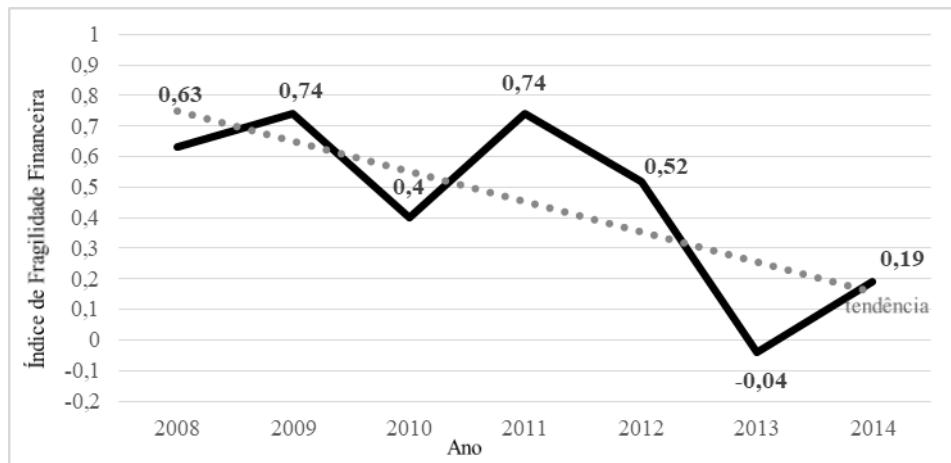
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios do Balanço do setor público.

O gráfico abaixo ilustra o comportamento desses índices e mostra, com maior clareza, o aumento da fragilidade financeira do setor público ao longo do tempo. Como se pode observar, em todos os anos do período estudado, o setor público brasileiro esteve em uma situação financeira especulativa, com exceção de 2013, cuja posição financeira foi Ponzi, representada pelo índice de fragilidade negativo igual a -0,04.

Esses baixos índices podem ser explicados, em alguma medida, pelas consequências da crise financeira internacional desencadeada pelo mercado de *subprimes* nos EUA em 2008, cujos efeitos se fizeram sentir no Brasil pela política de desoneração do governo, que resultou no crescimento mais lento das receitas em relação às despesas correntes, e pelo aumento do pagamento

de amortização e juros da dívida, resultado do aumento do déficit público e da dívida total.

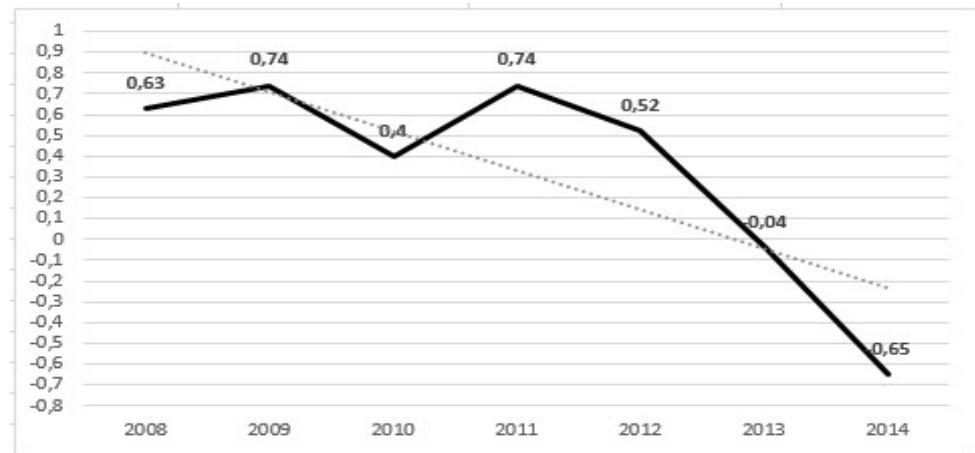
Gráfico 2 –Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro (2008-2014)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios do Balanço do setor público.

Se desconsiderarmos os valores referentes à conta “Operações de Crédito”, já que ela pode ser considerada uma “manobra” contábil, o montante das receitas do governo se reduz, principalmente em 2014. Assim, nesse ano, a situação financeira do governo piora, passando da posição especulativa para Ponzi, ou seja, de um valor de 0,19 para -0,65. A leitura que se pode fazer, diante dessa nova metodologia, é que, numa perspectiva financeira, tem-se um aumento da fragilidade do setor público. O comportamento do índice se modificou e a representação gráfica indica uma linha de tendência negativamente inclinada.

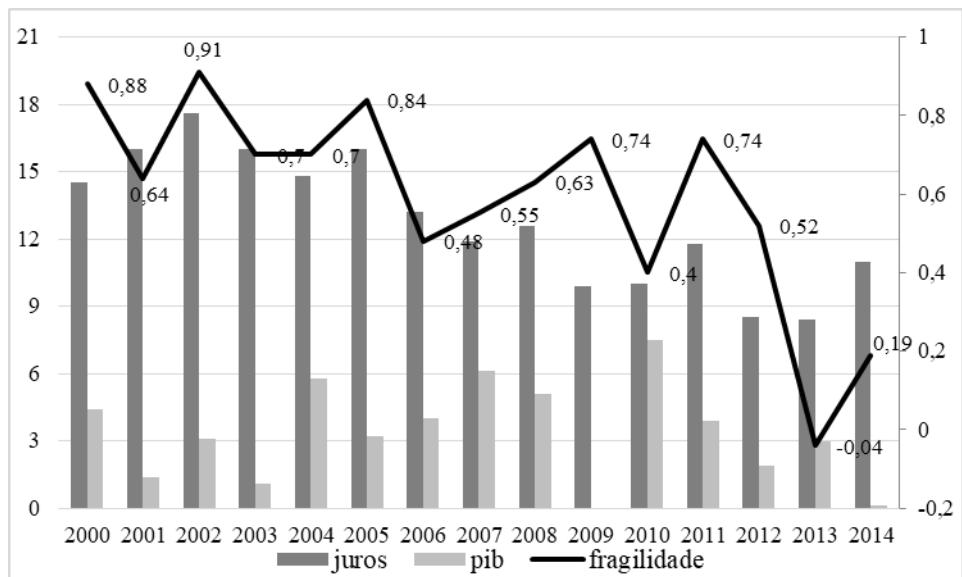
Gráfico 3 –Índice de fragilidade financeira do setor público brasileiro, (2008-2014)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados dos Relatórios do Balanço do setor público.

Os índices de fragilidade financeira encontrados são apresentados abaixo combinados com os encontrados por Terra e Ferrari Filho (2011) e relacionados ao Produto Interno Bruto e à taxa de juros para um período mais longo, de 2000 a 2014. Os dados mostram que a situação financeira do setor público brasileiro foi majoritariamente especulativa, com exceção de 2013, quando a situação foi Ponzi. Isso explica o crescente aumento do endividamento do setor público que, por sua vez, implica na sua própria dinâmica e nas rolagens de dívidas cada vez mais onerosas, que tendem a gerar encargos financeiros maiores, podendo agravar a própria situação financeira, conduzindo-a para a posição Ponzi.

Gráfico 4 – Taxas de juros, PIB e índices de fragilidade financeira (2000-2014)



Fonte: relatórios da Secretaria do Tesouro Nacional, do IBGE e do BACEN.

A crise financeira de 2008 afetou o lado real da economia brasileira, conforme apontado por Nassif (2015). Entre 2011 e 2014, a taxa de crescimento média da formação bruta de capital fixo foi de apenas 1,8% ao ano (Tabela 6). Contribuiu para esse número o panorama de incerteza econômica e baixa propensão dos empresários privados ao investimento, mesmo com o aumento dos gastos públicos no período com o objetivo de manter elevada a demanda agregada. Essa constatação parece evidente se considerarmos o processo de financeirização como pano de fundo desse cenário e a possibilidade do *trade-off* entre lucro de curto prazo – entenda-se aplicações financeiras – e investimento (BOYER, 2000), como já mencionado na discussão sobre a fragilidade do Estado. Nesse período, enquanto o Banco Central retomava o ciclo de aumento das taxas de juros de curto prazo para conter a inflação, o Ministério da Fazenda seguia concedendo incentivos ao consumo das famílias.

Tabela 6 – Taxas de crescimento médio do PIB, consumo das famílias e do governo em razão do PIB, e taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo (FBKF) (1999-2014)

Período	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	FBKF
1999-2002	2,1%	1,7%	2,2%	-2,1%
2003-2006	3,5%	3,2%	2,5%	4,3%
2007-2010	4,6%	5,8%	3,9%	10%
2011-2014	2,1%	3,1%	2,2%	1,8%

Fonte: Nassif (2015).

Para compreender o contexto desse recorte temporal, é preciso considerar a dinâmica de um país em desenvolvimento com economia financeirizada. Os regimes de crescimento nessas economias alternam o *finance-led* (BOYER, 2000), em que as finanças impactam positivamente o crescimento econômico, e o *finance-dominated* (STOCKHAMMER, 2008), quando as empresas enfrentam um *trade-off* entre lucro de curto prazo e investimento.

O Brasil, com sua economia financeirizada, passou de um regime *finance-led* para o regime *finance-dominated*, na medida em que o investimento foi preterido em relação às aplicações financeiras, como demonstrado por Bruno *et al.* (2011), desencadeando uma série de consequências para a economia, como crescimento mais lento dos ativos fixos; aumento do desemprego; queda na demanda agregada e da arrecadação do governo e aumento da fragilidade financeira do setor público, conforme apresentado acima.

Essa forma de atuação do setor público brasileiro no processo de financeirização, como discutido por Bruno (2009), Hardie (2011), Bonizzi (2014), Bruno e Caffé (2017), sustenta uma lógica financeira cíclica que, cada vez mais, o faz refém de um sistema de acumulação que, embora frágil e contraditório, tem se mantido. A pesquisa empírica permite afirmar que a situação de fragilidade financeira do setor público brasileiro se insere no contexto de uma crise mais global do próprio padrão histórico de desenvolvimento, requerendo profundas mudanças de ordem econômica, social e política. Em uma economia em que o processo de financeirização tem se aprofundado, como no caso da brasileira, as crises têm se tornado mais

profundas e os efeitos da intervenção do Estado se expressam na exigência de um esforço fiscal cada vez mais significativo. Assim, a política de intervenção estatal nas crises econômicas em um ambiente financeirizado pode aumentar a fragilidade do setor público, pois a sua intervenção (gastos) tem que ser maior, porém, a recuperação da arrecadação (receitas) é lenta.

Além disso, a financeirização é conduzida pelo Estado via títulos públicos. Consequentemente, os credores do governo pressionam por taxas de juros cada vez maiores para a rolagem de sua dívida (BONIZZI, 2014), prejudicando ainda mais o investimento produtivo, o crescimento, a arrecadação e a gestão das contas públicas. Essa pressão tende a fragilizar a posição financeira do setor público, deixando-o com margens de segurança pequenas ou inexistentes.

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

Desse modo, a constatação de que o Brasil possui um processo de financeirização que se desenvolve de maneira peculiar, juntamente a elevadas taxas de juros que o alimentam, associa-se à fragilidade do setor público que pode ser vista como uma consequência desse mesmo processo. O sequestro do Estado pelo capital financeiro mina suas possibilidades de intervenção via política econômica. Concomitantemente, o processo de financeirização tende a se descolar continuamente da economia real, visto que o retorno para os investidores produtivos é sensivelmente menor que o retorno para os rentistas.

5. Considerações finais

O processo de financeirização tem se aprofundado nas principais economias do mundo, principalmente a partir do final da década de 1970. Esse processo tem fragilizado as estruturas patrimoniais de todos os agentes econômicos, inclusive do Estado, e tornado as economias mais instáveis e sujeitas a crises tipicamente financeiras. Assim, o objetivo deste artigo foi mostrar que o processo de financeirização da economia brasileira, inicialmente, é conduzido pelo Estado e, também, revelar como esse processo tem afetado a estrutura patrimonial do Estado, tornando-a mais frágil no sentido minskyano.

No Brasil, o processo de financeirização passa, necessariamente, pelo Estado e é liderado pelo endividamento público, considerado o eixo principal da acumulação rentista-patrimonial no país. Esse processo se intensificou, principalmente, a partir dos anos de 2000, devido à política de manutenção de taxa de juros elevadas e, consequentemente, intrincado às finanças do setor público, de modo que seus gastos financeiros favorecessem a transferência da riqueza aos detentores da dívida pública. O que se observou de 2008 a 2014 no país foi um aumento da transferência da receita do governo e do PIB para o pagamento de amortização e juros dessa dívida, o que tem conduzido a uma estrutura financeira-patrimonial mais frágil do setor público. Assim, os ajustes fiscais acabam por visar aos anseios dos credores do Estado e não necessariamente garantir o financiamento dos gastos sociais e do investimento público.

O índice de fragilidade financeira aplicado ao setor público no período referido acima foi suficiente para constatar o processo de aumento da fragilidade do governo brasileiro. Os resultados obtidos permitem concluir que a fragilidade do setor público tende a aumentar, na medida em que se eleva a transferência de riqueza da economia real para os detentores dos títulos da dívida pública. A financeirização brasileira, ironicamente liderada pelo Estado, é a fonte de sua própria fragilidade financeira, de uma débil economia real, de uma insuficiente política social e de uma poderosa elite rentista.

Referências

AGLIETTA, M. Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, pp.146-159, 2000.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. *Depois da Queda*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERNIER, B. *O pensamento econômico contemporâneo*. Lisboa: Instituto Piaget, 2001.

BONIZZI, B. Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), pp. 83-107, 2013.

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

_____. *Teoria da Regulação: os fundamentos*. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Balanço do setor público nacional: exercício de 2014*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/383803/CPU_BSP_N_2014/4743914f45bb-468f-8eae-89154f241824>. Acesso em: 15 mar. 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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

BRUNO, M. Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil. Tese (Doutorado em Economia). Rio de Janeiro, UFRJ, 2005.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, M. (Org.). *População, Espaço e Sustentabilidade. Contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

_____. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. especial, pp. 1025-1062, 2017.

BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, 31(5), p.730-750, 2011.

CANO, W. América Latina: do desenvolvimento ao neoliberalismo. In: FIORI, J.L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

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

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

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, v. 35, n. 3, pp. 271-279, 2003.

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

EVANS, J.; HABBARD, P. *From Shareholder Value to Private Equity: the changing face of financialisation of the economy*. Paris: TUAC, 2008.

FERNANDES, O. A. Dívida mobiliária pública e financeirização da riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil. Tese (Doutorado em Economia Aplicada). Universidade Estadual de Campinas, 2009.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos Estudos CEBRAP*, n. 82. pp. 11-33, 2008.

HARDIE, I. How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy*, 18:2, pp.141-167, 2011.

LAPAVITSAS, C. Teorizing financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), pp.611-626, 2011.

MARTINI, R. A. Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica. *Revista do BNDES*, n. 41, pp. 289-329, 2014.

MASSÓ, M. The effects of government debt market Financialization: The case of Spain. *Competition & Change*, v. 20, n. 3, pp.1-21, 2016

MOLLO, M. L. R. Financeirização como desenvolvimento do capital fictício: a crise financeira internacional e suas consequências no Brasil. *Texto para discussão* n. 358, 2011.

NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. *Revista de Economia Política*, v. 35, n.3 (140), pp. 426-443, 2015.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. A escolha de Sofia: entre a desindustrialização e o fim do estado do bem-estar? Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/a-escolha-de-sofia.pdf>. Acesso em: 02 set. 2016.

PALLEY, T. *Financialization: The economics of finance capital domination*. Nova York: Palgrave Macmillan, 2013.

PAULA, L. F.; BRUNO, M. Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/financeirizacao-coalizacao-de-interesses-e-taxa-de-juros-no-brasil-2017-principios.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2018.

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

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

STOCKHAMMER, E. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. Disponível em: https://scholarworks.umass.edu/peri_workingpapers/115/. Acesso em: 21 ago. 2016.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. A hipótese da fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período de 2000 a 2009. *Revista da Anpec*, v. 12, n. 3, pp. 497-516, 2011.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F; CONCEIÇÃO, O. A. C. A hipótese Minskyana de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008.

Disponível em:

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Premio2009_Tema3_2.pdf. Acesso em: 25 out. 2014.