UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE FILOSOFIA, LETRAS E CIÊNCIAS HUMANAS
DEPARTAMENTO DE SOCIOLOGIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM SOCIOLOGIA

ILAN LAPYDA

Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)

[Versão corrigida]

São Paulo
2019

ILAN LAPYDA

Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)

Versão corrigida

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Sociologia do Departamento de Sociologia da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Doutor em Sociologia.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Musse

São Paulo
2019

LAPYDA, Ilan. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)**. 2019. 236 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Departamento de Sociologia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa sem fins lucrativos, desde que citada a fonte.

Catalogação na Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo

L299f Lapyda, Ilan
Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010) / Ilan Lapyda ; orientador Ricardo Musse. - São Paulo, 2019.
236 f.

Tese (Doutorado)- Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo. Departamento de Sociologia. Área de concentração: Sociologia.

1. Financeirização. 2. Governo Lula. 3. Economia Política. 4. Imperialismo. 5. Neoliberalismo. I. Musse, Ricardo, orient. II. Título.

ENTREGA DO EXEMPLAR CORRIGIDO DA DISSERTAÇÃO/TESE

Termo de Ciência e Concordância do (a) orientador (a)

Nome do (a) aluno (a): ILAN LAPYDA

Data da defesa: 18/07/2019

Nome do Prof. (a) orientador (a): RICARDO MUSSE

Nos termos da legislação vigente, declaro **ESTAR CIENTE** do conteúdo deste **EXEMPLAR CORRIGIDO** elaborado em atenção às sugestões dos membros da comissão Julgadora na sessão de defesa do trabalho, manifestando-me **plenamente favorável** ao seu encaminhamento e publicação no **Portal Digital de Teses da USP**.

São Paulo, 09/09/2019

Ricardo Musse

_____

(*Assinatura do (a) orientador (a)*)

Nome: LAPYDA, Ilan

Título: Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)

Tese apresentada à Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo para obtenção do título de doutor em ciências.

Aprovado em: 18/07/2019

Banca examinadora

Prof(a). Dr(a). Ricardo Musse (orientador)

Instituição: Sociologia/FFLCH/USP

Prof(a). Dr(a). Alvaro Augusto Comin

Instituição: Sociologia/FFLCH/USP

Julgamento: APROVADO

Prof(a). Dr(a). Leda Maria Paulani

Instituição: Economia/FEA/USP

Julgamento: APROVADO

Prof(a). Dr(a). Luiz Carlos Bresser-Pereira

Instituição: FGV-SP (externo)

Julgamento: APROVADO

Aos meus pais, Leila e René, entre tantas coisas, por sua história de luta contra a opressão que teima em recrudescer.

A todxs que lutaram e continuam a lutar.

AGRADECIMENTOS

Impossível reconstituir todas as contribuições para um trabalho que representa o fim de um longo ciclo de trabalho e formação. Agradeço a todas as pessoas que fizeram parte desse percurso, e peço desculpas por me limitar a apenas parte delas.

Ao Prof. Ricardo Musse, não só pela orientação deste trabalho, com seus comentários sempre de grande valia, mas pela participação fundamental em minha formação, de longa data, através de aulas, grupos de estudo, conversas…

À Profa. Leda Paulani, igualmente pela contribuição de anos para a minha trajetória; e ao Prof. Ruy Braga, sobretudo pelos comentários ao meu mestrado e na qualificação de doutorado.

Ao Prof. François Chesnais, pela recepção amistosa no inverno parisiense e pelas conversas sobre o meu trabalho; e ao Prof. Cédric Durand, pela acolhida na Universidade Paris 13.

Aos colegas e amigos de grupo de estudos e pesquisa, em especial: Anderson, Danilo, Décio, Fernando, Francisco, Lucas, Matheus, Pedro, Thiago, Weslley.

A Anouch, Ugo, Bru e Edu (ao qual também agradeço imensamente pelos comentários ao texto) pelo companheirismo de longa data, e a Dani e Rafa pelas trocas recentes.

A Antonio Carlos Molina, Clarisse Coutinho, José Paulo Guedes e Fernando Rugitsky pelas conversas/mensagens esclarecedoras.

A Marion Villacampa e Jolie Antunes pela revisão das traduções dos resumos.

Aos funcionários do Departamento de Sociologia, sobretudo Gustavo e Evânia, pelo apoio.

Não posso deixar de agradecer também a grandes amigas e amigos de anos, com quem compartilho as dores e alegrias da vida, e que também têm me ajudado a prosseguir nesses tempos sombrios.

Dos encontros da “Velha Guarda”: André, Drê, Ber, Bibi, Denny, Fernando, Júlia B., Julinha, Luana, Pepê, Régis e Rodrigo. E à Paulinha, há tantos anos morando longe e estando sempre tão perto.

Da já saudosa Sociais: Amanda, Caio, Carlos, Clarissa, Danibas, Erêndira, Fabinho, Fábio de Maria, Maria (à qual sou muito grato também pelos comentários ao texto), Natália, Vladimir; e Marina Yajima, da “vizinha” filosofia.

Das celebrações dançantes, mas não só: Marcela Muniz, Tatiana Mandia e Tomie Ichihara.

Ao Durval, pelo acompanhamento dessa jornada, e de outras.

À querida Liu; à Cecília, pelos compartilhamentos, carinho e compreensão durante os últimos anos; e, finalmente,

Aos meus pais, Leila e René, pelo amor, apoio, generosidade, compreensão... E por terem incutido em mim a inconformidade com esse mundo, porém com alegria de viver.

Não convém a gente levantar escândalo de começo, só aos poucos é que o escuro é claro.
Guimarães Rosa (Grande Sertão: Veredas, 1956)

RESUMO

LAPYDA, Ilan. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)**. 2019. 229 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Departamento de Sociologia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Esta tese é resultado do desdobramento de reflexões iniciadas em trabalho anterior, quando se buscou compreender o conceito de "financeirização" e discutir algumas das questões que ele envolve. Dada a importância desse fenômeno para a compreensão do capitalismo contemporâneo, bem como da necessidade de se levarem em conta as especificidades de países e regiões, trata-se agora de compreender como se deu a evolução desse processo no Brasil recente, mais precisamente durante o período de Luiz Inácio Lula da Silva na Presidência da República (2003-2010), por três motivos principais. Primeiro, a década de 1990 – momento de penetração do neoliberalismo no país e de integração deste à mundialização financeira – já foi devidamente estudada. Segundo, a importância de se investigarem os desdobramentos do capitalismo brasileiro no "pós-liberalização" sob a égide das finanças. Terceiro, o interesse em compreender as contradições que perpassavam, nesse contexto, um governo do campo da esquerda, bem como as consequências que elas tiveram.

Assim, visando contribuir para o debate sobre os governos Lula, um dos objetivos centrais desta pesquisa é fornecer um panorama mais integrado de diferentes elementos do processo de financeirização no Brasil e de seus impactos, já que a maior parte dos trabalhos sobre o assunto foca-se em um ou outro aspecto. Busca-se, a partir disso, dialogar com diferentes análises sobre o período. Outro objetivo central é realizar uma reflexão que se beneficie da distância dos anos e do conhecimento dos desdobramentos posteriores a 2010 a fim de (re)interpretar alguns aspectos do período Lula e avançar alguns comentários sobre o governo Dilma.

A principal conclusão é a de que, apesar de o receituário neoliberal *stricto sensu* ter sido revertido em alguns pontos, o processo de financeirização continuou avançando e se aprofundando no Brasil, tanto em razão de medidas implementadas pelo governo quanto por fatores para além delas. Os bancos continuaram dominantes no país e, apesar da melhora da situação de outros setores econômicos, pode-se dizer que a fração bancário-financeira da grande burguesia (incluindo o capital de aplicação financeira internacional) conservou sua hegemonia. As consequências políticas dessa situação foram sentidas mais tarde, quando o fim do bom momento econômico – que permitia a conciliação de objetivos – e o enfrentamento mais direto dos interesses financeiros por parte do governo contribuíram para a crise política que levou à remoção de Dilma Rousseff da Presidência.

Palavras-chave: Financeirização. Governo Lula. Economia Política. Imperialismo. Neoliberalismo.

ABSTRACT

LAPYDA, Ilan. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)**. 2019. 229 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Departamento de Sociologia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

This thesis is a development of the reflection, made in previous work, on the concept of "financialization" and some of the issues it involves. Given the importance of this phenomenon to the understanding of contemporary capitalism, as well as the need to take into account the specificities of countries and regions, it is now a question of understanding how the evolution of this process occurred in recent Brazil, more precisely during the period of Luiz Inácio Lula da Silva in the Presidency of the Republic (2003-2010), for three main reasons. First, the 1990s – the moment of the penetration of neoliberalism in the country, and the integration of the latter into financial globalization – has already been duly studied. Second, the importance itself of investigating how the Brazilian capitalism unfold in "post-liberalization" under the aegis of finance. Thirdly, the interest in understanding the contradictions that permeated, in this context, a left-wing government, as well as the consequences they had.

Thus, in order to contribute to the debate on the Lula governments, one of the main objectives of this research is to provide a more integrated picture of the financialization process in Brazil and its impacts, since most of the work on the subject focuses in one aspect or another. Based on this, we seek to dialogue with different analyzes about the period. Another important objective is to carry out a reflection that benefits from the distance of the years and from the knowledge of the developments after 2010 in order to (re)interpret some aspects of Lula's period and to make some comments about Dilma's government.

The main conclusion is that, although the neoliberal "recipe" *stricto sensu* was reversed in some points, the process of financialization continued to evolve and deepen in Brazil, both due to measures implemented by the government and by factors beyond them. Banks kept their dominance over the country and, despite the improvement in the situation of other economic sectors, it can be said that the banking-financial fraction of the big bourgeoisie (including international financial capital) retained its hegemony. The political consequences of this situation came to light later, when the end of the good economic moment – which allowed the reconciliation of objectives – and the more direct confrontation of financial interests by the government contributed to the political crisis which led to the removal of Dilma Rousseff from Presidency.

Keywords: Financialization. Lula Government. Political Economy. Imperialism. Neoliberalism.

RÉSUMÉ

LAPYDA, Ilan. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)**. 2019. 229 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Departamento de Sociologia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Cette thèse est le développement d'une réflexion, réalisée dans un travail antérieur, sur le concept de « financiarisation » et certaines questions que ce terme suscite. Compte tenu de l'importance de ce phénomène pour la compréhension du capitalisme contemporain, ainsi que de la nécessité de prendre en compte les spécificités des pays et des régions, il s'agit maintenant de comprendre comment l'évolution de ce processus s'est produite au Brésil. L'étude se centre sur la période de Luiz Inácio Lula da Silva à la présidence de la République (2003-2010), pour trois raisons principales. Premièrement, les années 1990 – le moment de la pénétration du néolibéralisme dans le pays et de l'intégration de celui-ci dans la mondialisation financière – ont déjà été largement étudiées. Deuxièmement, l'importance de s'interroger sur le développement du capitalisme brésilien dans la « post-libéralisation » sous l'égide de la finance. Troisièmement, l'intérêt de comprendre les conséquences des contradictions qui ont marqué, dans ce contexte, un gouvernement issu de la gauche.

Ainsi, afin de contribuer au débat sur les gouvernements Lula, l'un des objectifs principaux de cette recherche est de fournir un panorama plus intégré du processus de financiarisation au Brésil et de ses impacts, car la plupart des travaux sur le sujet sont centrés sur l'un ou l'autre aspect. À partir de cela, sont discutées différentes analyses sur la période concernée. Le second objectif principal est de mener une réflexion bénéficiant de la distance des années et de la connaissance des développements postérieurs à 2010 afin de (ré)interpréter certains aspects de la période Lula et d'avancer quelques commentaires sur le gouvernement Dilma.

La principale conclusion est que, bien que certains points de la « recette » néolibérale *stricto sensu* aient été abandonnés, le processus de financiarisation a continué de progresser et de s'approfondir au Brésil, tant à cause de mesures mises en œuvre par le gouvernement que de facteurs qui dépassent son influence. Les banques ont conservé leur emprise sur le pays malgré l'amélioration de la situation des autres secteurs économiques, de sorte que la fraction bancaire-financière de la grande bourgeoisie (y compris le capital d'investissement financier international) a conservé son hégémonie. Les conséquences politiques de cette situation se sont révélées plus tard, lorsque la fin de la période économique faste – qui a permis la conciliation d'objectifs – et la confrontation plus directe des intérêts financiers par le gouvernement ont contribué à la crise politique conduisant à la destitution de Dilma Rousseff de la Présidence.

Mots-clés: Financiarisation. Gouvernement Lula. Économie Politique. Impérialisme. Néolibéralisme.

ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráficos

Gráfico 1 – Ibovespa - Pontos…….....64

Gráfico 2.1 – Evolução dos níveis de concentração do segmento bancário (IHH)……76

Gráfico 2.2 – Evolução dos níveis de concentração do segmento bancário (RC4)……....76

Gráfico 3 – Patrimônio Líquido dos fundos de investimento no Brasil …..……..90

Gráfico 4 – Evolução da distribuição dos ativos de fundos de invest. por tipo de investidor……...93

Gráfico 5 – Ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar…….…..…..……...102

Gráfico 6 – Taxa de lucro das empresas não-financeiras estadunidenses……....118

Tabelas

Tabela 1.1 – Participação de investidores, por tipo, no volume financeiro (Segmento Bovespa)….67

Tabela 1.2 – Participação de investidores, por tipo, no volume financeiro (Segmento BM&F)…...68

Tabela 2 – Fundos de Investimentos no Brasil……...90

Tabela 3 – Patrimônio Líquido de fundos de investimento por ativo…….93

Tabela 4 – Patrimônio Líquido de fundos de investimento alocado nas classes “ações” e “previdência”……....97

Tabela 5 – Carteira de investimentos de entidades fechadas e abertas de previdência complementar…….……..…….……....102

Tabela 6 – Capital portador de juros, capital fictício, capital de aplicação financeira e PIB no Brasil em anos selecionados…….…….170

Tabela 7 – Renda líquida enviada ao exterior…….…….……....177

Tabela 8.1 – Dívida pública brasileira (% PIB)..……..186

Tabela 8.2 – Dívida pública brasileira (R$ bilhões)...……..186

Tabela 9 – Necessidade de financiamento do Setor Público ……...187

Tabela 10 – Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados por diferentes setores (2005-2009)...193

Tabela 11 – Composição do valor total declarado (IRPF), por categorias, segundo estratos da população adulta (+18 anos), Brasil, 2012…….….…..196

Sumário

Introdução: apresentação e conceitos.....14

Parte I – Mundialização financeira.....22

Capítulo 1 – Teorias da mundialização.....23

Capítulo 2 – Histórico do processo de financeirização em âmbito mundial.....41

Capítulo 3 – A inserção da América Latina na mundialização financeira.....50

Parte II – Financeirização no período Lula.....60

Capítulo 4 – Velhos conhecidos, novas tendências: Bancos e Bolsa de Valores.....61

Capítulo 5 – 'Novos' agentes da financeirização.....80

Capítulo 6 – Financeirização das empresas.....115

Parte III – Governos Lula e financeirização.....140

Capítulo 7 – Legislação e Regulamentação.....141

Capítulo 8 – Política econômica e economia política.....162

Considerações finais.....200

Referência Bibliográfica.....220

INTRODUÇÃO: APRESENTAÇÃO E CONCEITOS

Apresentação

Esta tese é o desdobramento de reflexões iniciadas em trabalho anterior[1], quando se buscou compreender o conceito de "financeirização" e discutir algumas das questões que ele envolve, através de uma complementaridade de abordagens. De um lado, a obra do economista francês François Chesnais contribui com uma teorização propriamente dita da financeirização e sustenta a ideia de que o capitalismo mundial passou pela transição entre "regimes de acumulação" a partir dos anos 1970. De outro lado, David Harvey se debruça sobre a nova configuração do capitalismo em diversas esferas (política, cultural, econômica, social), ampliando o escopo da análise, e ressalta a centralidade das finanças para o neoliberalismo, o imperialismo e o modo flexível de acumulação. Porém, na medida em que não apresenta uma teoria da financeirização enquanto tal sua análise beneficia-se do complemento representado pela obra de Chesnais.

Contudo, os processos de neoliberalização e financeirização nos diferentes países, assim como as formas assumidas pelo imperialismo em cada um deles, possuem características distintas. Dada a necessidade de se levarem em conta as especificidades de países e regiões – já que tanto Harvey quanto Chesnais produzem análises muito amplas do capitalismo e predominantemente focadas nos países do centro – este trabalho recorre às questões suscitadas pela financeirização para compreender o caso brasileiro. Não obstante, a maior parte das análises sobre o assunto encontra-se no campo da economia e foca um ou outro aspecto, seja macro ou microeconômico. De outro lado, a sociologia das finanças no Brasil tende a não articular devidamente as contribuições econômicas à investigação, centrando-se nas disputas simbólicas das frações da classe capitalista e nos usos discursivos dos instrumentos financeiros.

Um dos objetivos principais deste trabalho, portanto, foi o de relacionar diversos aspectos – econômicos e não econômicos – do processo de financeirização no Brasil, de modo a fornecer um panorama e uma compreensão dele por meio de uma análise de economia política. Para isso, recorreu-se à literatura e dados disponíveis – acrescidos dos complementos e articulações necessários. Era necessário, porém, concentrar-se em um período específico da história brasileira, de modo que se elegeu o correspondente aos governos de Luiz Inácio Lula da Silva na Presidência da República (2003-2010), por diversas razões.

Primeiro, porque a década de 1990 foi amplamente estudada – ainda que nem sempre privilegiando o ponto de vista da financeirização. Esse período correspondeu à penetração do

1 Cf. LAPYDA, "A 'financeirização' no capitalismo contemporâneo".

neoliberalismo no Brasil, que levou ao ingresso deste na mundialização financeira (mesmo destino de diversos outros países periféricos). Se, desde o período de alta inflação dos anos 1980, já havia um processo de financeirização em curso, no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (a partir de 1999) ela demonstrou ter definitivamente se instalado no país, pelo menos sob o aspecto político-econômico.

Desse modo, uma segunda razão era o interesse em investigar justamente os desdobramentos do capitalismo brasileiro no "pós-liberalização", já integrado à mundialização financeira, com o adicional de o país ser comandado por um governo oriundo do campo da esquerda em uma década na qual outros governos de orientação semelhante ascendiam ao poder na América do Sul (indicando um possível refluxo da onda neoliberal no continente). Um aprofundamento da financeirização nesse contexto poderia revelar tanto o modo pelo qual esta é capaz de fortalecer o neoliberalismo *stricto sensu* (já que ele retornou com força no Brasil, e em outros países do continente, nos últimos anos) quanto descasamentos entre ambos. Além disso, abarcando os anos de 2008 a 2010 e tendo o benefício de conhecer os desdobramentos posteriores, era possível discutir eventuais inflexões e consequências da crise financeira mundial de 2008.

Nesse sentido, um objetivo central desta tese é o de compreender como a financeirização evoluiu e que características assumiu no Brasil dos anos Lula, levando em conta eventuais mudanças a partir de seu segundo mandato e da crise financeira mundial de 2008. Em 2014, quando o projeto de pesquisa foi elaborado, ainda havia controvérsias acaloradas sobre, por exemplo, a caracterização dos governos Lula: neoliberal, neodesenvolvimentista, social liberal, etc. Estudar a financeirização era, portanto, uma forma de intervir no debate. A partir do golpe de 2016, a questão parecia ter se tornado secundária, se não obsoleta, na medida em que ficou evidente a diferença de projetos entre governos neoliberais "*tout court*" e os do Partido dos Trabalhadores. No entanto, a investigação sobre a financeirização permaneceu fundamental justamente a fim de esmiuçar as contradições dos governos Lula e suas consequências: se alguns pontos do receituário neoliberal foram revertidos, colaborou-se igualmente para o aprofundamento da financeirização. Assim, se parece evidente – a partir da comparação com o que veio depois – que não se tratou de um neoliberalismo sem mais, é preciso mais do que nunca compreender o que os governos do PT significaram.

Um outro objetivo central deste trabalho, portanto, é o de realizar uma reflexão que se beneficie da distância dos anos e do conhecimento dos desdobramentos posteriores a 2010 a fim de (re)interpretar, à luz do debate sobre a financeirização, alguns aspectos do período Lula e avançar alguns comentários sobre o governo Dilma.

A Parte I constitui-se, assim, em uma ampla introdução do problema de pesquisa e do caso

brasileiro. No Capítulo 1, discute-se brevemente a questão da mundialização do capital e de sua fase atual a partir de algumas abordagens teóricas importantes. O intuito não é se aprofundar em demasia nessa questão complexa, tratando da literatura mais atual e de diversas vertentes, mas contextualizar o surgimento da discussão sobre a financeirização, para, dessa forma, poder apresentar o conceito e seus elementos essenciais, bem como sua importância para a compreensão do capitalismo contemporâneo. No Capítulo 2, retoma-se de perto o trabalho de Chesnais, de modo a retraçar o histórico do desenvolvimento da mundialização financeira, iniciado nos anos 1970. Trata-se de quatro etapas, com destaque para a terceira – na qual o autor localiza a incorporação dos países periféricos. Foi precisamente o caso do Brasil nos 1990, com a rápida abertura financeira e a implementação de elementos do receituário neoliberal (Consenso de Washington) pelos governos da época. Por fim, no Capítulo 3, realiza-se uma breve exposição sobre as características da inserção da América Latina na mundialização financeira até o início do século XXI. As particularidades da região são necessárias tanto para situar o Brasil como para revelar a posição de destaque deste em alguns aspectos.

Na impossibilidade de tratar todos os aspectos relativos à financeirização, a Parte II é dedicada aos de particular importância. Uma vez que a financeirização não "paira no ar", cumpre analisar os agentes e instituições que ao mesmo tempo lhe dão sustentação e revelam sua existência. Assim, no Capítulo 4, mostra-se a evolução de dois "velhos" conhecidos do capitalismo: o mercado acionário e o setor bancário. Não só ambos adquirem características particulares em um país como o Brasil (periférico, embora com uma economia grande; muito aberto financeiramente; e com enorme concentração de renda e riqueza), como houve dinâmicas específicas ao longo dos anos 2000.

O Capítulo 5 volta-se para os chamados "novos" agentes, assim designados por serem relativamente mais recentes, mas também por ganharem proeminência justamente com o advento da financeirização: os investidores institucionais. No Brasil, além das seguradoras, os principais, e para os quais há mais dados disponíveis, são os fundos de investimento e as entidades de previdência complementar, abertas e fechadas (estas últimas conhecidas como "fundos de pensão"). Esses agentes ganharam relevância no país a partir dos anos 1990, mas ampliaram consideravelmente seu peso na economia durante os anos 2000. Ainda nesse capítulo, adianta-se uma discussão sobre o "nó" dos fundos de pensão, ou seja, a relação destes com o governo Lula e certas consequências políticas referentes aos trabalhadores que deles participam.

Encerrando a Parte II, o Capítulo 6 volta-se para um aspecto diferente, embora ligado à emergência dos novos agentes: a financeirização das empresas. Basicamente, esse ponto refere-se à dominância da lógica financeira na gestão das empresas não-financeiras, bem como à diversificação das fontes de lucro ou atividades desse setor em direção às operações financeiras. Para o Brasil,

discutem-se, portanto, as questões da elevação dos ativos financeiros no balanço das empresas, do aumento do financiamento destas via fundos próprios e do espraiamento da governança corporativa como modelo de gestão (e controle). Além disso, aborda-se a polêmica sobre a aproximação das frações industrial e financeira da classe capitalista, assim como se realiza uma crítica do "*finance-led growth regime*", conceito utilizado por alguns autores, inclusive para descrever o período de 2004 a 2008 no Brasil.

Estabelecido esse panorama da financeirização no Brasil, na Parte III passa-se à análise da influência mais direta dos governos Lula sobre o fenômeno. No Capítulo 7, o tema é uma das diferentes formas de intervenção do Estado: as medidas legislativas (emendas constitucionais, leis complementares e ordinárias, decretos, etc.) e regulatórias (ex. portarias e circulares de órgãos como Comissão de Valores Imobiliários e Conselho Monetário Nacional). Parte-se da premissa de que elas revelam, se não as intenções, pelo menos as consequências das iniciativas do governo, já que as leis e regulamentos passam de alguma forma pelo crivo deste. Cabe, porém, deixar claro que "governo Lula" é entendido aqui não apenas como o presidente ou o PT (embora evidentemente eles possuíssem grande poder de decisão), mas como a síntese do conjunto de forças sociais (classes, frações de classes, frentes, etc.) com poder de influenciar as ações do Estado. Ou seja, quando se afirma que o "governo Lula" tomou certa medida, sugere-se que ela foi o produto dessa síntese, embora se possa investigar – o que não está no escopo deste trabalho – em que grau se tratou de uma convicção e iniciativa de Lula/do PT ou da pressão de algum dos grupos influentes. Assim, após uma exposição dos antecedentes, já que a década de 1990 foi fundamental para deitar as bases sobre a qual a financeirização se desenvolveu, analisam-se as medidas tomadas durante o governo Lula relacionadas a ela (reforçando-a).

De modo semelhante, o Capítulo 8 debruça-se sobre a política econômica e medidas correlatas praticadas durante os oito anos de Lula na Presidência, identificando seus impactos e, assim, a economia política resultante. Analisam-se as situações das frações de classe, buscando identificar quais foram beneficiadas e quais foram hegemônicas, bem como detectar eventuais mudanças entre os dois mandatos ou com o advento da crise mundial de 2008. Devido ao seu papel fundamental na financeirização no Brasil, a dívida pública é tratada em maior detalhe numa subseção. O capítulo termina com a discussão sobre duas "variáveis-síntese". De um lado, os indicadores de financeirização dão uma dimensão do aspecto quantitativo do fenômeno, permitindo avaliar seu aumento ou diminuição no tempo e identificar fases, mas também detectar a variação de algumas de suas características. De outro, a desigualdade de renda e riqueza revela consequências fundamentais da financeirização, já que em grande medida elas se referem à exploração da força de trabalho e à expropriação de valor.

Nas Considerações Finais, são retomadas as principais conclusões de cada capítulo, no intuito de condensar o panorama da financeirização no Brasil durante período Lula traçado neste trabalho. A partir disso, cumpre-se então o outro objetivo central: de (re)interpretar alguns aspectos do período Lula e avançar alguns comentários sobre o governo Dilma. A crise política e o golpe que removeu a presidenta do poder, bem como o recrudescimento do neoliberalismo "ortodoxo" ocorrido em seguida, revelam que a hegemonia financeira não fora quebrada no período Lula, apesar da melhora da situação de outras frações de classe no bloco no poder. Quando o momento econômico favorável – que permitia a conciliação de diferentes objetivos – chegou ao fim e um enfrentamento mais direto dos interesses financeiros por parte do governo foi tentado, a força da fração bancário-financeira e do capital de aplicação financeira internacional se expressou mais nitidamente. Embora esses fatores não expliquem inteiramente a crise política, certamente contribuíram para ela; e o resultado foi a re-estabilização da hegemonia financeira no país (após um relativo abalo de sua legitimidade com a crise internacional de 2008).

Por fim, dois pequenos avisos às leitoras e leitores:

- Por uma questão de clareza, daqui em diante serão usadas aspas simples para indicar palavras empregadas em sentido diferente do usual, expressões, etc., e aspas duplas em frases e termos citados.
- Todas as traduções em português das citações de obras estrangeiras foram por nós realizadas.

Conceitos

Como esta tese fundamenta-se no arcabouço teórico-conceitual de Marx e do marxismo, fé preciso apresentar brevemente alguns conceitos essenciais para as discussões realizadas, principalmente sobre a financeirização – foco deste trabalho e uma expressão não empregada por esse autor. Não se trata aqui de realizar uma discussão minuciosa de cada termo, mas tão somente de fornecer as clarificações necessárias para se evitarem as confusões razoavelmente comuns nesse tipo de debate, dentro e fora do marxismo.

O primeiro deles é o de "dinheiro". N'*O Capital*[2], ele é definido como uma mercadoria contendo três determinações: a de medida do valor (funcionando como padrão de preços das mercadorias), a de meio de circulação (mediador efetivo das trocas) e a de meio de pagamento. Nesta última, o dinheiro se autonomiza da própria circulação e pode então ser entesourado, bem como se torna um intermediário "ideal" das trocas, o que possibilita o surgimento do próprio sistema de crédito (pelo descasamento temporal entre o intercâmbio efetivo das mercadorias e seu

2 Cf. MARX, O capital, Livro I, vol. I, cap. 3.

pagamento).

Os desdobramentos das três determinações do dinheiro permitem, assim, a transformação do próprio capital em mercadoria: o capital de empréstimo ou, nos termos de Marx, o "capital portador de juros". Trata-se do capital monetário (isto é, capital na forma-dinheiro) que é emprestado a outro capitalista, empregado na produção e devolvido acrescido de parte do lucro (isto é, da mais valia) – o juro. A fórmula de sua circulação é D-[D-M-D']-D', o 'miolo' representando o emprego produtivo do capital e as pontas mostrando as operações de cessão e devolução do capital. Contudo, esse circuito aparece para o capitalista prestamista na sua forma abreviada D-D', dinheiro que gera dinheiro, já que ele entrega um montante e este retorna acrescido do juro (independentemente de como ele foi aplicado). Dessa forma, "no capital portador de juros, a relação-capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista"[3], eclipsando a necessidade da produção e da exploração de trabalho para gerar o valor apropriado. O dinheiro parece adquirir a propriedade intrínseca e natural de gerar mais dinheiro.

O "capital fictício", por sua vez, é uma derivação "aloucada"[4] do capital portador de juros, a culminância do processo contínuo e contraditório de abstração do capital. Ele é uma forma de 'presentificação' do valor a ser gerado futuramente, ou seja, o direito de recebimento de um valor ainda não criado (e que corre o risco de não o ser). Ele repousa, portanto, sobre a capitalização de um fluxo de rendas futuras, sem possuir, porém, contrapartida de fato no capital produtivo. Como Marx não fornece propriamente uma definição do termo, mas apenas exemplos[5], toma-se aquela dada por François Chesnais:

> Títulos que foram emitidos em decorrência de empréstimos em dinheiro a entidades públicas ou a empresas, ou como expressão da participação inicial no financiamento do capital de uma empresa. Para seus detentores, esses títulos, ações e obrigações, representam um 'capital' do qual eles esperam um rendimento regular sob a forma de juros e dividendos (uma 'capitalização') e que eles desejam poder vender em prazos muito curtos, seja em caso de necessidade de dinheiro, seja para aplicá-lo de maneira ainda mais rentável.[6]

Assim, vistos sob o ângulo da produção de valor e de mais-valia, os títulos financeiros não são de fato capital, mas, como explica Chesnais, "no melhor dos casos, são a 'lembrança' de um investimento feito há muito tempo. No momento de *crashs* e outras crises do mercado financeiro, esse caráter fictício dos títulos se revela e se desmancha à custa de seus detentores"[7]. Em outras palavras, de um lado, ele é capital para seu possuidor individual, na medida em que o funcionamento regular dos mercados e a liquidez constitutiva destes permitem de fato sua

3 MARX, O capital, Livro III, vol. IV, cap. 24, 293.
4 MARX, O capital, Livro III, vol. V, cap. 29, 10.
5 Todas essas formas entram na composição do capital bancário: "A maior parte do capital bancário é, portanto, puramente fictícia e consiste em títulos de dívidas (letras de câmbio), títulos de dívida pública (que representam capital passado) e ações (direitos sobre rendimento futuro)" - MARX, O capital, Livro III, vol. V, cap. 29, 13.
6 CHESNAIS, "La prééminence de la finance", 66–67.
7 CHESNAIS, 67.

conversão em dinheiro, ou seja, em riqueza efetiva. De outro lado, ele não é capital do ponto de vista social, uma vez que não há riqueza suficiente para materializá-lo integralmente. A contradição reside precisamente em que o capital fictício é 'real' à condição que todos (ou muitos) não tentem convertê-lo em dinheiro ao mesmo tempo.

Por fim, há o processo que dá origem ao capital fictício, o que Marx chamou de "capitalização": a extrapolação da forma juro para além de sua origem (ou seja, como uma fração da mais-valia paga ao proprietário do capital monetário emprestado) e das situações em que é possível concebê-lo realmente enquanto tal. Segundo o autor: "a formação do capital fictício chama-se capitalização. Cada receita que se repete regularmente é capitalizada em se calculando na base da taxa média de juros, como importância que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria"[8]. Por isso, até o trabalhador poderia ser visto como um capital, bastando capitalizar seu salário pela taxa de juros vigente. A "capitalização" permite, portanto, a transformação em 'capital' de uma série de títulos/ativos que geram renda.

Autores marxista não só utilizaram os conceitos de Marx, como muitas vezes criaram novos – como o de "financeirização" – para lidar com os as questões que tinham diante de si. Por isso, cabe também esclarecer a diferença entre alguns dos conceitos que serão usados neste trabalho. Chesnais emprega o conceito de "c*apital de placement financier*" – algumas vezes traduzido como "capital portador de juros" em português. Porém, ele não corresponde a este conceito de Marx – cuja tradução em francês é "*capital productif d'intérêt*" –, na medida em que a ênfase daquele recai sobre a forma fictícia e especulativa derivada deste, que circula nos mercados financeiros (mas que não abarca necessariamente todas as formas do capital fictício). Jorge Alano Garagorry opta, assim, pela expressão "capital de aplicação financeira"[9] como tradução do termo de Chesnais, evitando ao mesmo tempo a confusão com o "capital financeiro". Embora este seja muito usado no senso comum como sinônimo de capital de aplicação financeira, foi consagrado na tradição marxista por Rudolf Hilferding, a fim de expressar a unificação do capital industrial, comercial e bancário "sob a direção comum das altas finanças"[10]. Recentemente, escrevendo em inglês, Chesnais também enfatizou essa distinção, empregando os termos "*financial capital*" e "*finance capital*", respectivamente, para designá-los (ainda que atualizando a concepção de "capital financeiro"). Na inexistência dessa diferença vocabular na língua portuguesa, aqui será seguida a sugestão de Garagorry, "capital de aplicação financeira", reservando "capital financeiro" para o conceito de Hilferding.

Por fim, apesar de o capital de aplicação financeira não deixar de ser uma forma de

8 MARX, O capital, Livro III, vol. V, cap. 29, 11.
9 GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 83.
10 HILFERDING, O capital financeiro, 283.

aplicação do “capital monetário” (ou seja, do capital na forma-dinheiro) e de este conceito de Marx aparecer ocasionalmente neste trabalho (nas situações cabíveis), optou-se por não utilizá-lo amplamente. Caso contrário, também não seriam enfatizadas certas especificidades da financeirização, como, por exemplo, aquela destacada por Garagorry a partir de Chesnais:

> O proprietário-acionista, portanto, desempenha atualmente um papel bastante distinto do que podemos depreender do estudo do capital fictício em Marx e Hilferding: não é um mero capitalista monetário, pois tem a capacidade de influenciar as decisões estratégicas da empresa, impondo sua lógica de forma impessoal, ao mesmo tempo, mantendo uma posição de exterioridade[11]

Em resumo, “capital portador de juros” e “capital fictício” são os conceitos de Marx. Utiliza-se aqui o termo “capital de aplicação financeira” para traduzir o “*capital de placement financier*” de Chesnais (“*financial capital*”, em inglês), e reserva-se “capital financeiro” (“*capital financier*”, em francês, e “*finance capital*”, em inglês) para o conceito de Hilferding.

11 GARAGORRY, “Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)”, 89–90.

PARTE I – MUNDIALIZAÇÃO FINANCEIRA

CAPÍTULO 1 – TEORIAS DA MUNDIALIZAÇÃO

As transformações – e turbulências – do sistema capitalista em escala mundial a partir da década de 1970 atraíram o olhar de diversos analistas com vistas a explicar o fenômeno em curso, bem como a desvendar suas consequências e desdobramentos. Dessa forma, sob o termo genérico de "globalização"[12], esconde-se uma miríade de interpretações e conceitualizações. Justamente por isso, e pelo tom frequentemente apologético presente no senso comum e mesmo em alguns teóricos (ampla liberdade de troca e de circulação, comunhão de culturas, etc.), autores críticos muitas vezes adotam o termo alternativo "mundialização" (do capital) – emprestado do francês "*mondialisation*" – para se demarcarem e enfatizarem a centralidade do capital na condução desse processo de conexão entre os países e regiões em âmbito mundial. Um dos que ficaram mais famosos no Brasil por esse uso é François Chesnais, central para esta tese, de modo que aqui será seguida essa terminologia.

No campo de influência marxista[13], "neoliberalismo", "imperialismo" e "financeirização" são algumas outras categorias importantes e abrangentes relacionadas à mundialização, que, por serem polêmicas, levam a interpretações tanto divergentes quanto complementares entre si. Por isso, é fundamental passar em revista algumas vertentes teóricas de relevo sobre a evolução do capitalismo mundial na últimas décadas – sem pretender desenvolver profundamente uma discussão tão complexa – com o objetivo preciso de situar a análise aqui realizada e contextualizar a discussão sobre a financeirização.

A abordagem dos ciclos de longa duração opera no plano da *longue durée*, de Fernand Braudel, de modo que sua grande virtude é inserir o atual processo de mundialização no desenvolvimento histórico secular do capitalismo, revelando suas tendências imanentes. Para isso, analisa certos padrões presentes no capitalismo desde suas origens, no século XVI. Conforme um grande expoente dessa corrente teórica, Immanuel Wallerstein[14], foi nesse período que uma "economia-mundo" capitalista se formou – ainda com dimensões europeias. Dentre os elementos essenciais para se definir sua existência, figuram: uma única divisão do trabalho em âmbito mundial; a produção para o mercado mundial; a reprodução ampliada de capital como elemento-chave para maximizar o lucro no longo prazo; a emergência de três zonas (hierarquizadas) de atividade econômica – centro, semiperiferia e periferia; uma multiplicidade de estruturas estatais; e o desenvolvimento, ao longo do tempo, de duas classes mundiais principais (proletariado e

12 Como salientado na Introdução, ao longo do texto serão usadas aspas simples para indicar palavras usadas em sentido diferente do usual, expressões, etc. e aspas duplas em frases e termos citados.

13 Refiro-me aqui às análises que reivindicam a teoria de Marx como base, ou uma das bases.

14 WALLERSTEIN, "Dependence in an interdependent world".

burguesia)[15].

Desde então, essa economia-mundo não cessou de se expandir, através de ciclos. Em outras palavras, a mundialização em si não é um fenômeno recente nem inédito, assim como não o é a estrutura hierárquica de países (centro-periferia) que lhe dá sustentação. Por outro lado, Wallerstein[16] aponta algumas especificidades do período atual. Recorrendo aos ciclos de Kondratiev, afirma que, de 1945 até os anos 1970, viveu-se um ciclo ascendente (fase A), após o qual se iniciou uma fase descendente, provocando crises e turbulências. Outros fatores também levariam o capitalismo a um impasse, fruto de processos efetivamente seculares: a "desruralização", a crise ecológica e a democratização. O momento atual seria, portanto, de incertezas e de possibilidades abertas – inclusive de algum tipo de superação do capitalismo.

O trabalho de outro autor dessa corrente, Giovanni Arrighi[17], interessa especialmente ao assunto tratado nesta tese. Aponta igualmente a recorrência de alguns fenômenos, mas insiste nas "expansões financeiras" – questionando o ineditismo da atual financeirização. São distinguidos quatro "ciclos sistêmicos de acumulação" do capital em escala mundial desde seu surgimento. Cada um deles estende-se por mais de um século e possui um centro hegemônico diferente: Gênova, do século XV ao início do século XVII; Holanda, do fim do século XVI ao fim do século XVIII; Inglaterra, da segunda metade do século XVIII ao início do século XX; Estados Unidos, a partir do fim do século XIX. Cabe notar que "hegemonia mundial" é um conceito político – refere-se "à capacidade de um Estado exercer funções de liderança e governo sobre um sistema de nações soberanas"[18] – mas também econômico, na medida em que a base da hegemonia está no poder material do Estado em questão.

Fazendo um paralelo com a fórmula do capital criada por Marx (Dinheiro-Mercadoria-Dinheiro'), Arrighi define cada ciclo sistêmico de acumulação como uma fase de expansão material (D-M) seguida de uma fase de expansão financeira (M-D')[19]:

> Nas fases de expansão material, o capital monetário 'coloca em movimento' uma massa crescente de produtos (que inclui a força de trabalho e dádivas da natureza, tudo transformado em mercadoria); nas fases de expansão financeira, uma massa crescente de capital monetário 'liberta-se' de sua forma mercadoria, e a acumulação prossegue através de acordos financeiros (como na fórmula abreviada de Marx, DD')[20].

As "altas finanças" em sua forma moderna e capitalista teriam sido invenção dos florentinos,

15 Cf. WALLERSTEIN, "Three Stages of Africa Involvement in The World-Economy", 30–31.
16 WALLERSTEIN, "Mundialização ou era de transição?"
17 ARRIGHI, O longo século XX.
18 ARRIGHI, 27.
19 Note-se que, se a analogia não é desprovida de sentido, essa apresentação (de inspiração braudeliana) é equivocada em termos marxistas. Se ambas são fases de um ciclo de acumulação, a expansão material já deveria conter um sinal representativo de mais-valia – talvez um M'. Caso contrário, tem-se a falsa impressão de que é a expansão financeira que cria valor excedente, quando o contrário é que é verdadeiro.
20 ARRIGHI, O longo século XX, 6.

cuja lógica, já capitalista, era a de que o capital só deveria continuar a ser investido no comércio e na produção se o lucro gerado fosse não só positivo, como superior ao que poderia ser obtido em transações financeiras (cujos riscos e dificuldades eram menores). Em outras palavras, uma fase de expansão financeira segue-se a uma fase de expansão material devido a uma crise sistêmica de sobreacumulação do capital[21] (e à decorrente intensificação da competição interestatal). "Sobreacumulação do capital" (ou "superacumulação", a depender da tradução) é um conceito fundamental apresentado por Marx na explicação das crises, sendo um fenômeno que deriva das próprias contradições do capital. Trata-se, em resumo, da situação na qual o reinvestimento no mesmo empreendimento/setor, ao produzir lucros decrescentes devido aos próprios limites de valorização, trava o processo de acumulação; ou seja, quando a mais-valia produzida (em quantidade sempre crescente) não pode mais ser reinvestida de forma a produzir lucro à mesma taxa que vinha sendo obtida.

A sobreacumulação assinalaria, assim, o surgimento de entraves à acumulação via produção e comércio de mercadorias e, com ela, a transferência de hegemonia de um centro em declínio (migrando para as finanças) para um outro em ascensão (capaz de retomar a expansão material). Trata-se de um processo involuntário – não coordenado nem antecipado por nenhum agente – oriundo das contradições do próprio capitalismo, que, por isso mesmo, envolve um período de turbulências e indefinições[22]. A atual expansão financeira, como mencionado acima, não seria inédita e, segundo Arrighi, provavelmente assinalaria o declínio da hegemonia mundial estadunidense.

Não obstante, apesar da argumentação consistente e de evidências em prol de sua teoria, o próprio autor deixa entrever, e por vezes aponta diretamente, elementos que distinguem o atual momento histórico das fases homólogas dos ciclos anteriores. Isso sugere que o processo em curso possui singularidades a serem seriamente consideradas – dentre as quais a possibilidade de que a financeirização atual não seja tão 'passageira' quanto as anteriores e de que o processo de transição de hegemonia não ocorra nos mesmos moldes.

Primeiramente, Arrighi reconhece, sem se aprofundar, que "a escala, o âmbito e a sofisticação técnica da atual expansão financeira são, é claro, muito maiores que os das expansões anteriores"[23], algo que será abordado mais à frente[24]. Isso é expressão do fato de que o moderno

21 Cf. MARX, O capital, Livro III, vol. IV, cap. 15.

22 A respeito da definição do novo *hegemon*, embora haja elementos sistêmicos que favorizem um país ou região, "há sempre um elemento de contingência. Ao mesmo tempo, a razão pela qual essas transições levam tanto tempo, e atravessam períodos de turbulência e caos, é que as próprias agências [*agencies*] que surgem para organizar o sistema passam por um processo de aprendizado" (ARRIGHI, "The winding paths of capital", 72.)

23 ARRIGHI, O longo século XX, 309.

24 Pode-se, não obstante, adiantar o seguinte: sem contar os problemas próprios às comparações econômicas muito distantes entre si no tempo (ex. correção da inflação), dados os incontáveis novos produtos financeiros e a magnitude alcançada pelos mercados de derivativos (cujas cifras precisam ser analisadas separadamente devido aos

sistema interestatal evoluiu, através de hegemonias sucessivas, para uma dimensão verdadeiramente global, de modo que uma nova ampliação "exigiria nada menos do que um verdadeiro governo mundial"[25]. Assim, 25 anos após sua formulação da teoria dos ciclos (e logo antes de sua morte), o autor ainda estava às voltas com essa questão, já que os rumos da transição de hegemonia ainda não estavam claros. Diante da indefinição, foram levantados diversos cenários possíveis, dentre os quais: no melhor dos casos, uma governança partilhada ("*commonwealth of civilizations*"[26]); e, na linha de sucessão de hegemonias, a possibilidade da consolidação da China como *hegemon*, o que, de todo modo, representaria uma mudança significativa em relação ao padrão histórico:

> **Agora, o processo não pode continuar da mesma forma, pois não há nenhum recipiente** [*container*], **novo e maior, que possa substituir os Estados Unidos.** (…) Portanto, agora estamos mudando para um novo padrão: em vez de se passar de um recipiente a outro, maior em termos espaciais, assiste-se à passagem de um recipiente de baixa densidade populacional para recipientes com altas densidades populacionais. Além disso, anteriormente se tratava de uma mudança de países ricos para países ricos. Atualmente se está indo de países muito ricos para países ainda pobres[27].

Outro ponto que singulariza a fase atual refere-se à "crise sinalizadora" da hegemonia estadunidense. Arrighi afirma que esta ocorreu entre 1968 e 1973 e se deu em três esferas: militar (derrota no Vietnã), financeira (dificuldades do *Federal Reserve* preservar o modo de emitir e regular o dinheiro mundial tal qual acordado em Bretton Woods) e ideológica (perda da legitimidade do país na sua cruzada anticomunista)[28]. Ora, se é possível admitir um declínio do ponto de vista ideológico desde o fim da Guerra Fria – o que tem suscitado o debate sobre o multilateralismo na governança mundial, por um lado, e um recrudescimento da atitude imperialista por parte dos EUA, por outro – estes ainda possuem de longe o maior PIB do mundo (próximo ao da União Europeia inteira e 50% superior ao da China, segunda colocada). Além disso, parece inegável que eles ainda são, mesmo enfrentando contestações e tendo que lidar com as contradições sistêmicas, a grande potência militar mundial (mesmo com os relativos[29] fracassos no Iraque e no Afeganistão, e mais recentemente, na Síria) e souberam conservar sua primazia financeira e de

seus valores ditos "nocionais"), bem como a desproporção do valor gerado e acumulado (o PIB mundial em 2008 era cerca de 30 vezes o de 1900, segundo cálculos a partir da série histórica de Maddison, (Cf. "Maddison Historical GDP Data , World Economics".), não é simples realizar uma comparação entre a atual expansão financeira e aquela ocorrida no final do século XIX. De todo modo, em 2006, os ativos financeiros (excetuando os derivativos) correspondiam a 3,42 vezes o PIB mundial (de nada menos que US$48,8 trilhões), tendo crescido quase 14 vezes desde 1980 (Cf. PAULANI, "A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil".). Mesmo com a crise de 2008, durante a qual houve desvalorização e destruição significativa de ativos financeiros, o movimento não se alterou: a expansão financeira foi retomada e, em pouco tempo, não só se restabeleceram os níveis anteriores, como a relação ativos financeiros/PIB voltou a aumentar.

25 ARRIGHI, O longo século XX, 26.
26 ARRIGHI, "The winding paths of capital", 94.
27 ARRIGHI, 93–94 (grifo nosso).
28 ARRIGHI, O longo século XX, 310.
29 Relativos, pois o prolongamento da guerra beneficiou as indústrias armamentista, petroleira e de construção civil estadunidense, por exemplo.

controle do dinheiro mundial, mesmo após a crise de 2008[30]. Se isso de modo nenhum é suficiente para descartar o declínio da hegemonia dos EUA, ao menos indica que o processo não está perto de terminar e segue um curso diferente daquele contido no modelo de Arrighi.

Um terceiro elemento pouco explorado é a questão da propriedade intelectual – que se tornou crucial a partir da penetração da ciência e tecnologia no cerne dos processos de valorização do capital no mundo contemporâneo[31]. A China, que se tornara a 'oficina' do mundo, tem investido crescentemente no desenvolvimento de tecnologia e ganhando um terreno crucial, porém os EUA ainda são os maiores beneficiários dos rendimentos sobre propriedade intelectual dos mais variados tipos – sendo superavitários em suas transações com todos os países, exceto o Japão[32]. A centralidade desse setor para sua economia reflete-se na atuação agressiva do governo estadunidense, desde os anos 1980, visando reforçar a proteção de suas patentes através de inúmeros acordos comerciais e pressão política. Desse modo, uma avaliação da posição dos EUA na economia mundial deve necessariamente levar em conta o quanto ele ainda conseguirá se apropriar do valor produzido externamente através desses mecanismos imperialistas[33].

A partir do que foi exposto, constata-se que, devido ao foco nas continuidades, a abordagem dos ciclos tendeu a se apegar às macrotendências constatadas empiricamente na história. Apesar dos esforços posteriores para compreender mais a fundo as particularidades do atual momento, inclusive destacando a importância da "financeirização"[34], Arrighi parece ter deixado de explorar adequadamente uma transformação fundamental ocorrida na atual fase: a institucionalização do novo sistema monetário internacional e dos mercados financeiros, que, como argumentava Rodrigo Teixeira em 2007, "permitiram ao capital portador de juros ocupar o papel principal na acumulação capitalista"[35] (impedindo que uma crise de grandes proporções ocorresse e desse início a um novo ciclo). Em outras palavras, a mudança do regime de acumulação do capital (em direção à dominância financeira, como desenvolvido mais adiante) alterou o padrão constatado pelas teorias da *longue durée*, adicionando novos elementos na discussão sobre o período atual.

Com a eclosão da profunda crise financeira de 2008, vê-se que as contradições sistêmicas

30 Embora a crise tenha se iniciado em 2007, seus efeitos mais profundos no plano mundial se fizeram sentir a partir de 2008.

31 No campo marxista, essa discussão costuma partir do próprio Marx, no chamado "fragmento sobre as máquinas", dos *Grundrisse*. Sobre isso, ver, por exemplo, PRADO, Desmedida do Valor.

32 Cf. CARLOTTO e GUEDES PINTO, "A divisão internacional do trabalho no século XXI".

33 As empresas estadunidenses são as campeãs mundiais em P&D e, em 2002, realizavam apenas 11% desses investimentos fora dos EUA (Cf. MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 117, nota 102.)

34 No livro de Arrighi de 2007, há várias subseções contendo esse termo no título (Cf. ARRIGHI, Adam Smith em Pequim.) Contudo, o termo "financeirização" ainda não é suficientemente explorado e praticamente se confunde com expansão financeira. Outras vertentes do marxismo, como ficará claro adiante, utilizam-no como um conceito mais amplo, que inclui uma série de transformações mais profundas do funcionamento geral do capitalismo.

35 TEIXEIRA, "Dependência, desenvolvimento e dominância financeira", 76.

são mais fortes que as orquestrações institucionais do mundo capitalista[36]. Porém, a essência do argumento de Teixeira não se altera: os socorros bilionários de governos e instituições internacionais às instituições financeiras em dificuldade revelaram a enorme resiliência do sistema e a capacidade de socialização dos prejuízos em prol da manutenção do funcionamento dos mercados financeiros. Como mencionado, os EUA conservaram sua dominância nessa área e obtiveram uma rápida, mesmo que modesta, recuperação econômica: após a retração em 2008 e 2009, o PIB voltou logo a crescer – ainda que a um ritmo mais fraco e com menor taxa de investimento[37]. Ao mesmo tempo, o volume de capital fictício em circulação voltou a aumentar[38], indicando a manutenção, pelo menos por enquanto, dos mecanismos básicos do padrão de acumulação das últimas décadas.

Ainda segundo Teixeira, a revolução tecnológica dos anos 1980 não significou o início de uma fase ascendente na economia, e os EUA reafirmaram sua hegemonia precisamente através da sua dominância financeira: o país conservou os privilégios de ser emissor do dinheiro mundial e, diferentemente do padrão constatado nos ciclos anteriores, é o maior devedor – e não credor – do mundo[39]. Em resumo:

> A diferença essencial do período atual, o que permite falar-se em um novo regime de acumulação, é que a institucionalidade criada incorpora a expansão financeira, a formação de bolhas e as crises como parte da própria lógica do regime de acumulação, como parte da dinâmica deste regime. As crises, bolhas especulativas, etc. não são um freio ou obstáculo à acumulação: elas são um importante meio pelo qual a acumulação ocorre[40].

Não se trata aqui de refutar a abordagem dos ciclos nem o declínio da hegemonia dos EUA (uma questão candente que necessita de aprofundamento[41]). O intuito é sublinhar que, se fases importantes de expansão financeira são recorrentes na história do capitalismo, a mais recente delas possui particularidades notáveis, cujas consequências devem ser bem consideradas. Elas podem alterar – e parecem já alterar – significativamente o padrão constatado na *longue durée* (a ponto de talvez subverter o modelo[42]). A persistência da primazia militar e econômica dos EUA é uma delas. Mesmo admitindo-se que ela esteja em fase terminal, já é possível observar um prolongamento do

36 Revelando a dinâmica incessante e contraditória do capitalismo, que abala todo o sistema para além de uma questão de transição de hegemonia.

37 CONTRI, "A recuperação da economia norte-americana diante da crise econômica mundial".

38 Em poucos anos, boa parte das bolsas de valores no mundo retornaram aos níveis pré-crise (CONTRI, 38.). Para a evolução específica do índice Dow Jones, consultar "Dow Jones - 10 Year Daily Chart".

39 O próprio Arrighi não só reconhece essa mudança em seu livro de 2007, como aponta que a "contrarrevolução monetarista" obteve enorme sucesso em reverter o declínio do poder estadunidense (Cf. ARRIGHI, Adam Smith em Pequim, 155.) Além disso, a posição de enorme devedor funciona como uma espécie de trunfo para os EUA, na medida em que atrela ainda mais as outras economias à sua, inclusive a da China (sua maior credora).

40 TEIXEIRA, "Dependência, desenvolvimento e dominância financeira", 81.

41 Para uma argumentação, datada do pré-crise de 2008, no sentido contrário ao de Arrighi, ou seja, diagnosticando a continuidade da hegemonia estadunidense, ver CHESNAIS, "A 'nova economia'". e os artigos de Maria da Conceição Tavares em TAVARES e FIORI, Poder e Dinheiro. Por outro lado, o acirramento da disputa com a China nos últimos anos, sobretudo no campo tecnológico, reavivam o debate sobre o declínio dos EUA.

42 Arrighi praticamente admite essa hipótese diante do prolongamento do atual ciclo e ao considerar as mais diversas alternativas para o 'pós-hegemonia' dos EUA.

ciclo, ao contrário da tendência de encurtamento progressivo constatada por Arrighi. Um dos motivos para isso é justamente a conservação do poder estadunidense na esfera financeira em um regime de acumulação sob dominância financeira – o que se constitui em outro desvio em relação ao padrão histórico: a forma e o papel assumidos pela expansão financeira são diferentes, podendo-se falar de "financeirização" (como discutido adiante). Por fim, há ainda a questão da dificuldade da economia-mundo se elevar de fato a um novo patamar, 'ecologicamente' viável, permitindo a resolução da crise de sobreacumulação do atual ciclo e a inauguração de um novo.

Por outro lado, a insistência na importância de uma crise sistêmica de sobreacumulação para as mudanças estruturais do capitalismo é uma contribuição valiosa, que está em consonância com outras abordagens marxistas que se aprofundam na tentativa de compreender as especificidades do capitalismo contemporâneo. Uma delas é a de David Harvey – interlocutor de Arrighi –, que, contudo, não adota o ponto de vista da longa duração. A vasta obra do autor cobre diferentes aspectos, privilegiando as questões geográficas ou a elas atinentes. Nesse sentido, sua compreensão do atual processo de 'globalização' liga-se à tendência imanente do capital, constatada por Marx, de tentar superar seus próprios limites, anulando as barreiras espaciais através da aceleração do tempo (de rotação do capital, de transporte de mercadorias, etc.)[43] – reforçando a ideia de "mundialização", tal como explicado no início do capítulo. Diante da crise de acumulação dos anos 1970, o capitalismo passou por transformações importantes que são analisadas a partir de dois enfoques.

A parte II de seu livro *Condição pós-moderna*, de 1989, busca retraçar as mudanças fundamentais pelas quais a economia política do capitalismo passou, sobretudo do ponto de vista da forma de produção de mercadorias[44]. Sem perder de vista "o fato de as regras básicas do modo capitalista de produção continuarem a operar"[45], os conceitos da Escola Francesa da Regulação[46] são mobilizados para defender que houve uma transição de "regimes de acumulação": do "fordista-keynesiano", que vigorou de fato entre 1945 e 1973 ('os trinta anos gloriosos' do capitalismo), para um regime "flexível" de acumulação, a partir de 1973 (pós-crise mundial).

43 Essa ideia é desenvolvida a partir da formulação "anulação do espaço pelo tempo" retirada de MARX, Grundrisse, 432.

44 Na literatura marxista brasileira, Eleutério Prado também defende uma análise das mudanças do capitalismo em termos de uma mudança interna ao modo de produção capitalista. A turbulência observada seria derivada da "desmedida do valor" resultante da entrada do capitalismo na "pós-grande indústria" (em referência à clássica periodização do capitalismo apresentada por Marx: cooperação, manufatura e grande indústria) (Cf. PRADO, Desmedida do Valor.). Através dessa formulação, Prado critica a concepção de financeirização de François Chesnais (apresentada mais à frente). Para uma análise dessa discussão, consultar LAPYDA, "A 'financeirização' no capitalismo contemporâneo". Para uma crítica da crítica de Prado (em defesa de Chesnais), ver TEIXEIRA, "Dependência, desenvolvimento e dominância financeira", cap. 3.2.

45 HARVEY, Condição Pós-Moderna, 117.

46 Uma corrente do pensamento econômico constituída inicialmente de alguns autores – entre eles Robert Boyer – que buscavam, apesar de certo ecletismo teórico, manter-se fiéis ao marxismo atualizando-o para compreender os diferentes momentos históricos do capitalismo. Sua preocupação é com as instituições, normas, modos de cálculo e procedimentos que asseguram a reprodução do capital enquanto relação social em cada período.

O fordismo no centro capitalista se caracterizava, de modo geral[47], por uma acumulação intensiva e consumo de massas e por uma regulação centrada no Estado, com políticas keynesianas de estímulo ao investimento e à demanda agregada. A crise desse modelo é apresentada sobretudo como um problema grave de "rigidez" – dos investimentos em capital fixo, de planejamento, dos mercados, dos contratos de trabalho, dos compromissos do Estado[48] –, a qual se tentou sanar ampliando a margem de manobra do capital e reinventando as estratégias de obtenção de mais-valia relativa. O excesso de capacidade das empresas obrigou-as a iniciar um processo de 'racionalização' e reestruturação da produção e do regime de trabalho – amplamente apoiados por inovações tecnológicas –, bem como de expansão territorial através de uma maior integração das regiões do globo – o que significou a intensificação dos "deslocamentos espaço-temporais". Estes contribuíram para transformações na periferia do capitalismo, inclusive reforçando processos de extração da mais-valia absoluta[49]. Associado a isso, ocorre também um movimento de expansão financeira (em acordo com Arrighi), mas no qual ganham força as finanças especulativas como agentes de coordenação da economia.

O advento do que se convencionou chamar de "neoliberalismo"[50] está intimamente ligado a esse processo. Embora o seu corpo teórico já existisse desde os anos 1940, foi apenas no contexto de crise que ele encontrou condições sociais e políticas para se afirmar como prática amplamente difundida. Ele se coadunou bem às exigências dos anos 1970 e, mesmo se Harvey não coloca explicitamente dessa forma, correspondeu a uma espécie de modo de regulação do regime flexível em ascensão. A partir de Margaret Thatcher, na Inglaterra, e Ronald Reagan, nos EUA, o neoliberalismo constituiu-se – segundo a formulação do autor em meados dos anos 2000 – em um "projeto *político* de restabelecimento das condições da acumulação do capital e de restauração do poder das elites econômicas"[51] na maior parte do globo[52]. Trata-se do aparato teórico-político que – ao mesmo tempo instaurando o poder das finanças e sendo por ele auxiliado – enfraqueceu os

47 É preciso enfatizar que o fordismo-keynesianismo foi uma realidade contraditória e desigualmente presente pelo globo. Desse modo, quando Harvey e outros autores (como François Chesnais, a ser tratado mais à frente) caracterizam esse período do capitalismo, estão se referindo principalmente aos países centrais e ressaltando seus aspectos gerais, aplainando, assim, a heterogeneidade de situações (por exemplo, entre as diferentes frações da classe trabalhadora no próprio centro).

48 Cf. HARVEY, Condição Pós-Moderna, 135–36.

49 Mais detalhes no Capítulo 3.

50 O conceito de "neoliberalismo" possui muitas definições e não se pretende realizar um aprofundamento da questão aqui. Adota-se, na presente discussão, a acepção de Harvey, tal qual exposta adiante no parágrafo, porém sem prejuízo dos elementos abordados por concepções mais amplas do fenômeno, tais quais a de Foucault em *O nascimento da biopolítica* ou as de Dardot e Laval em *A nova razão do mundo*.

51 HARVEY, O neoliberalismo, 27 (grifo no original).

52 Embora já houvesse experiências neoliberais anteriores, como no Chile (a partir de 1973), o desenvolvimento do neoliberalismo nessas potências mundiais impulsionou definitivamente seu espraiamento pelo mundo. Um fator importante para isso foi a 'revolução silenciosa' no FMI ao longo dos anos 1980, durante a qual os economistas keynesianos foram paulatinamente substituídos por neoclássicos. Desse movimento nasce a nova 'função' do Fundo de promover ajustes estruturais nos países, sobretudo periféricos.

trabalhadores e implementou as reformas trabalhistas, as privatizações e a repartição mais desigual da renda e da riqueza[53] em favor do capital que caracterizam, na esfera produtiva, o regime flexível de acumulação.

A abordagem centrada na forma de produção, embora aponte mudanças no regime de acumulação, tem alguns limites. Se os expedientes do fordismo já estavam desenvolvidos em graus e formas significativamente diferentes nos países e regiões, eles também não são inteiramente substituídos pelo regime flexível em toda parte e em todos os setores. O próprio Harvey não deixa de relativizar a abrangência da nova configuração: "as tecnologias e formas organizacionais flexíveis não se tornaram hegemônicas em toda parte"[54]. É verdade que, em 1989, essa nova organização do capitalismo ainda não estava plenamente desenvolvida, mas a manutenção ou aprofundamento da divisão internacional do trabalho tornam improvável a superação dessa heterogeneidade, sobretudo na periferia. Desse modo, essa abordagem mostrou-se insuficiente para explicar satisfatoriamente os elementos associados ao neoliberalismo, tal qual definido pelo próprio autor, em especial no que concerne à financeirização.

Assim, anos mais tarde, Harvey analisou o ("novo") imperialismo estadunidense e, mais amplamente, o processo de exportação de capital pelos países do centro sob os ditames (e os canais) financeiros em um contexto de monopolização crescente – subordinando política e economicamente a periferia do sistema-mundo. A questão do imperialismo é tão clássica quanto atual dentro do marxismo e, embora o autor se baseie em Rosa Luxemburgo para definir seu conceito de "acumulação por espoliação" (como se verá logo em seguida), uma referência essencial na questão é Lênin, em seu texto do início do século XX:

> O imperialismo é, pois, o capitalismo na fase de desenvolvimento em que ganhou corpo a dominação dos monopólios e do capital financeiro, adquiriu marcada importância a exportação de capitais, começou a partilha do mundo pelos trustes internacionais e terminou a partilha de toda a terra entre os países capitalistas mais importantes[55].

Como ficará claro, trata-se de um conceito fundamental para a compreensão da financeirização: esta representa, em termos da relação centro-periferia e da divisão internacional do trabalho, uma forma de 'operacionalização' do imperialismo, através da qual os países centrais não só impõem sua dominação político-ideológica, como se apropriam do valor gerado nos demais países. Para lidar com a questão, Harvey retomou as grandes mudanças econômicas das últimas décadas do século XX, porém sob um viés diferente. O capitalismo é então analisado prioritariamente em termos do padrão de acumulação tomado de forma mais ampla.

Num cenário de mundialização sob hegemonia estadunidense, a tendência dos capitalistas a

53 Esse ponto ganhou destaque nos últimos anos devido aos dados trazidos por estudos realizados sobre o tema, dentre os quais o famoso livro de Piketty: PIKETTY, O capital no século XXI.

54 HARVEY, Condição Pós-Moderna, 179.

55 LENIN, O imperialismo, 218.

buscarem o monopólio, ou seja, segurança e previsibilidade para seus investimentos, choca-se com a abertura dos mercados e a consequente internacionalização da concorrência. "Os capitalistas tiveram portanto de descobrir outras maneiras de criar e preservar seus tão cobiçados poderes monopolistas"[56], que passaram, entre outras estratégias, pelo uso do poder financeiro. Diante da crise sistêmica de sobreacumulação do capital eclodida anos 1970[57], o que se viu foi a passagem de um momento em que predominavam "processos moleculares de acumulação"[58] para um período no qual a chamada "acumulação por espoliação" ganha uma dimensão fundamental, alterando a geopolítica mundial.

A partir da obra de Rosa Luxemburgo, sustenta-se a ideia de que o capitalismo precisa constantemente recorrer a mecanismos do que Marx chamou de "acumulação primitiva"[59], a fim de dar vazão a esse capital excedente, que não encontra espaço para se reproduzir nos limites então disponíveis. Isso implica uma relação do capitalismo (dos países centrais, no caso) com estruturas não-capitalistas que podem ser realmente exteriores a ele ou não; ou seja, pode-se tratar de uma expansão para territórios não capitalistas (ex. China e Europa oriental pós-URSS) ou para áreas ainda não 'mercantilizadas' dentro do capitalismo, como ocorre com as privatizações (dos sistemas de saúde e educação, por exemplo) e com a propriedade intelectual. Há ainda os expedientes de "destruição criativa"[60] de capital, como aquelas promovidas pela especulação imobiliária, revoluções tecnológicas e mesmo pelas guerras. Como esses processos continuam ocorrendo combinadamente com o funcionamento 'regular' do capitalismo, e não só precedendo-o, Harvey chamou-os de "acumulação por espoliação".

Em suma, os problemas da acumulação capitalista, associados à dificuldade de uma expansão espacial com limites cada vez mais estreitos, deram origem a grandes transformações e turbulências, pois o capitalismo continua buscando assimilar as áreas restantes, mas deve também se voltar sobre si próprio, reinventando seus processos de produção, intensificando a exploração e a apropriação de valor: "ele deve se canibalizar"[61]. Exatamente por isso, como mencionado, as estratégias financeiras tornam-se cruciais na dinâmica do capital e como formas imperialistas de acumulação por espoliação[62]. Contudo, assim como Arrighi (e Marx), Harvey não possui uma

56 HARVEY, O novo imperialismo, 85.

57 Para uma argumentação e dados que sustentam a existência de uma trajetória de queda da taxa de lucro e de uma crise de sobreacumulação de capital em âmbito mundial nesse período, ver, por exemplo, BRENNER, O Boom e a Bolha.

58 Basicamente, o termo se refere ao processo regular de extração de mais-valia na produção de mercadorias descrito por Marx.

59 MARX, O capital, Livro I, vol. II, cap. 24.

60 Essa ideia, presente em Marx, foi, contudo, popularizada (sob um viés positivo) pelo economista austríaco Joseph Schumpeter.

61 HARVEY, The Limits to Capital, 438.

62 Para uma discussão mais pormenorizada sobre a importância da financeirização nos processos descritos por Harvey, ver meu trabalho anterior: LAPYDA, "A 'financeirização' no capitalismo contemporâneo".

teorização específica da financeirização, em termos de uma fase duradoura oriunda de transformações mais profundas do que apenas certos instrumentos financeiros novos ou uma ampliação quantitativa do capital fictício.

Greta Krippner[63], em um balanço de literatura (basicamente anglo-saxônica), mostra como esse termo pode assumir diversas definições segundo os autores: a ascensão do valor acionário a modo de governança das corporações; a dominância crescente dos mercados de capital sobre os sistemas financeiros baseados nos bancos; poder político e econômico crescente da classe rentista (seguindo a linha dos teóricos do imperialismo do início do século XX); explosão das trocas financeiras associadas à proliferação dos novos instrumentos financeiros. Como seu intuito é realizar uma estimação quantitativa do grau de financeirização dos EUA, a autora adota uma definição minimalista, que por isso seria compatível com diversas outras: "um padrão de acumulação no qual a geração de lucro ocorre cada vez mais por canais financeiros e menos pelo comércio e pela produção de mercadorias"[64].

Tal definição está de certa forma contida na concepção do economista francês François Chesnais quando afirma que a financeirização é a "dominação interna e internacional do capital financeiro"[65]. Este, por sua vez, é aquele que busca "'fazer dinheiro' sem sair da esfera financeira"[66]. Contudo, uma leitura atenta da teorização do autor sobre o fenômeno mostra tratar-se de um processo mais amplo e complexo do que apenas uma expansão financeira. Assim, embora correta, a definição fornecida exige ser complementada por uma caracterização mais minuciosa do funcionamento e dos impactos da financeirização, sob pena de não se compreenderem todas as dimensões do papel que ela possui no capitalismo contemporâneo. Para o economista francês, que, assim como Harvey, inicialmente toma emprestado o vocabulário da Escola Francesa da Regulação[67], o aumento exponencial das operações financeiras se explica pela entrada do capitalismo mundial em um novo regime de acumulação a partir da década de 1970[68]. Ou seja, o capitalismo passa a se organizar de uma nova maneira e adota certos expedientes e arranjos diferentes daqueles do pós-guerra (fordismo-keynesianismo) na promoção da acumulação do capital.

O traço principal desse novo regime de acumulação com dominância financeira é,

63 KRIPPNER, "The Financialization of the American Economy".
64 KRIPPNER, 181.
65 CHESNAIS, "A 'nova economia'", 46.
66 CHESNAIS, "O capital portador de juros", 35.
67 Naquele momento, o regulacionismo era forte e pautava o debate sobre o tema. Como mencionado, Harvey também se utilizou desse referencial, abandonando-o posteriormente.
68 Cabe ressaltar que, em alguns textos, Chesnais coloca mais enfaticamente em questão a consolidação de um regime de acumulação no sentido forte do termo (estável, com instituições bem definidas, capaz de se alojar fora do país de onde se originou – os EUA), devido à enorme instabilidade do mesmo. Isso não invalida, contudo, sua descrição e análise sobre o capitalismo financeirizado contemporâneo, sobretudo em relação aos países centrais (Cf. CHESNAIS, "A teoria do regime de acumulação financeirizado".)

evidentemente, o predomínio da lógica financeira, de caráter rentista e especulativa, possibilitada pela liquidez dos mercados financeiros – na medida em que esta facilita a reversibilidade dos investimentos. Essa lógica privilegia o curto prazo e os interesses dos acionistas dentro das empresas em detrimento do investimento produtivo e do aumento da produtividade[69] e se liga à "flexibilidade" das formas de organização do trabalho apontada por Harvey: relativamente menos recurso à força de trabalho, postos de trabalho precarizados (entre outros fatores pelas terceirizações) e transferências de fábricas para lugares onde a força de trabalho é mais barata. Recriam-se, ou reforçam-se, formas de extração da mais-valia absoluta – possibilitadas pela perda de direitos sociais e pela redução permanente no nível do emprego – e de acumulação por espoliação. A norma de consumo no centro do capitalismo altera-se, portanto, a fim de corresponder à concentração de renda e a exclusão social decorrentes do esgotamento do modelo anterior. Trata-se, assim, de um regime que produz lucros elevados, mas com acumulação produtiva do capital relativamente mais baixa nos países centrais devido à queda do (re)investimento[70].

Quanto ao Estado e à sua organização, também ocorre financeirização no sentido de que seu financiamento se dá cada vez mais pelo endividamento e sua intervenção é comandada pelos interesses das finanças. Ele recorre a mecanismos como a "securitização"[71] de suas dívidas, *swaps* cambiais (derivativos) e, mais recentemente, fundos soberanos[72]; passa a praticar, durante um tempo prolongado[73], políticas desinflacionistas e de taxas de juros elevadas (políticas monetárias restritivas); e a realizar privatizações. Adotam-se ainda regimes de câmbio flexível (em conformidade com a visão da moeda como ativo financeiro, cujo 'preço' deve flutuar segundo as leis de mercado). Além disso, o sistema monetário nascido em Bretton Woods entrou em crise e foi unilateralmente extinto por Nixon no início dos anos 1970, que substituiu o padrão dólar-ouro pelo dólar-dólar (autorreferenciado). Em um primeiro momento, a hegemonia estadunidense foi,

69 A própria concepção do que seja 'riqueza' se altera: deixa de ser expressa pelo estoque de capital fixo e passa a ser associada aos ativos financeiros e produtores de rendas, cujo um dos parâmetros principais é a taxa de juros.

70 O enigma de como é possível obter lucros elevados com acumulação produtiva baixa é tratado por Durand. Como mostra o autor, não é possível compreender a base material dos lucros financeiros sem levar em conta o elo "mundialização-financeirização" (DURAND, Le capital fictif.): de um lado, não só a produção industrial foi deslocada para países com mão de obra mais barata (ampliando as oportunidades de valorização do capital e reduzindo os custos internos de produção via importação de bens mais baratos), como o custo da força de trabalho no mundo sofreu forte pressão de baixa com a entrada dos trabalhadores chineses e do Leste Europeu no mercado de trabalho mundial. De outro lado, o aumento do Investimento Externo Direto dos países do "Norte" (em relação ao investimento doméstico) nos países do "Sul" fez com que os dividendos recebidos do estrangeiro passassem a representar uma parte crescente dos ganhos das empresas no centro.

71 Termo que vem do inglês *securitization* e significa a transformação de dívidas contratuais em títulos negociáveis nos mercados secundários. Ao se diluir a dívida em diversas mãos, os riscos advindos de inadimplência diminuem. Trata-se de um termo carregado ideologicamente, já que a 'segurança' é para o credor. Além disso, o amplo recurso à securitização (não só da dívida *pública*) reforçou muito o processo de financeirização, ao transpor para os mercados financeiros transações que antes eram feitas diretamente entre as partes.

72 Fundos de investimento constituídos por Estados. Mais detalhes no Capítulo 5.

73 Nos últimos anos, sobretudo após a crise iniciada em 2007-8, os problemas econômicos obrigaram países centrais à prática de juros muito baixos.

segundo Chesnais, reforçada pelo seu poder de senhoriagem[74] advindo do novo padrão monetário, mas se enfraqueceu com a crise de 2008, na medida em que não é mais capaz, como na década de 1940, de impulsionar sozinho a economia mundial[75].

No que se refere à 'regulação'[76] em vigor, pode-se defini-la como rentista de mercado. As políticas keynesianas saíram de cena com a implementação das normas neoliberais, transferindo prioritariamente ao mercado a regulação do sistema: bancos e, cada vez mais, outras instituições financeiras promovem, por exemplo, uma maior interpenetração dos mercados creditício e de capitais e ampliam a liquidez à margem do Banco Central[77]. À medida que o processo de transnacionalização das empresas avança, os Estados deixam de ser os centros exclusivos da regulação, já que muitos aspectos desta passam por normas e agentes que não se limitam a um só Estado. Contudo, este não sofreu propriamente uma retração, mas uma mudança de atuação – voltando-se para a garantia e a produção do mercado (de seu funcionamento, de sua expansão, etc.).

Diferentemente do liberalismo clássico, que pressupunha a existência e o funcionamento do mercado como algo natural, o neoliberalismo é consciente das fragilidades deste. Por isso, ele reformula o papel do Estado na economia no sentido de garantir a ordem de mercado[78]. Assim, tanto quanto antes, ou mais, o Estado continua atuando em termos de política econômica, fiscal e tributária, regulação do mercado de trabalho, empréstimos de última instância e outros tantos aspectos estratégicos para o capital, inclusive por meio da violência. Por outro lado, o neoliberalismo visa garantir, por exemplo, a 'independência' (em relação ao governo de plantão) dos Bancos Centrais justamente para que, na prática, os agentes do mercado possam definir a política econômica e outras ações do Estado.

O novo regime de acumulação é inseparável do aprofundamento da mundialização do capital em bases financeiras, o que Chesnais denominou justamente de "mundialização financeira"[79]. A abertura dos países, acompanhada da 'desregulamentação'[80] dos mercados ampliou a interligação dos países e regiões através dos mercados financeiros e sob seu comando, uma vez que o espaço financeiro mundial então criado é profundamente hierarquizado, carece de instâncias formais de supervisão e é controlado pelos próprios operadores. Esse processo envolveu também o

74 "Senhoriagem" é um mecanismo do qual o governo dispõe, derivado da sua prerrogativa exclusiva de criar moeda (portanto de valorizá-la ou desvalorizá-la), usado geralmente para ampliar suas receitas (em detrimento dos detentores da sua moeda). No plano internacional, essa vantagem é privilégio dos EUA, cuja moeda nacional é também o dinheiro mundial.

75 Cf. CHESNAIS, Finance Capital Today, 14.

76 Entre aspas, pois, como ressaltado, Chesnais coloca desde o início em dúvida a existência de um modo de regulação efetivo do atual regime de acumulação, e aos poucos abandona o referencial regulacionista em sua obra.

77 Cf. BRAGA, "Financeirização global", 206.

78 Cf. PRADO, "Capital Financeiro e Capitalismo Contemporâneo: qual a relação?", 2.).

79 CHESNAIS, A mundialização financeira.

80 Na realidade, uma nova regulamentação, mais permissiva aos mercados e decisões privadas. Novamente, a visão do neoliberalismo como uma retração do Estado é equivocada, ele tem sua atuação reformulada.

surgimento, paralelamente aos bancos, de novos agentes ligados à valorização do capital na forma-dinheiro (e a multiplicação dos já existentes), tais como companhias de seguro, fundos de pensão, corretoras e fundos de investimentos (mútuos e de *hedge*)[81]. E, diferentemente do período anterior à Primeira Guerra, quando, entre outras semelhanças[82], os fluxos monetários também eram menos regulados, os investimentos diretos são mais concentrados e mais voláteis – revelando a maior tendência especulativa do momento atual; o grau de desenvolvimento tecnológico a serviço das finanças é imensamente superior, permitindo conectar estreitamente os mercados de todo o mundo quase instantaneamente e lidar com cifras gigantescas; o sistema monetário internacional não é mais o mesmo (sendo marcado, sobretudo, pelo dólar como moeda inconversível devido ao abandono do lastro em ouro); certos mercados financeiros, como o de títulos de dívida privada e de dívida pública, estão muito mais desenvolvidos (assim como os modelos matemáticos aplicados em suas operações); e, mesmo decorridos alguns anos do início da grande crise de 2008, não há indícios de que se esteja entrando em uma nova fase de 'repressão financeira' (como ocorreu após 1929).

Como parte e consequência do processo, as próprias empresas, sobretudo as grandes, se financeirizaram. Primeiramente, com a tendência a abrir seu capital, inserindo-se e operando nos mercados acionários[83]. Além disso, houve a subordinação da acumulação às imposições da esfera financeira – o que evidentemente não significa que a produção efetiva de bens deixe de ser importante, mas que ela passa a ser dominada pela lógica rentista das finanças. Um dos fatores para produzir esse efeito, além da própria mudança estrutural de financiamento, foi a introdução da governança corporativa, um modelo organizacional que se traduz em um conjunto de regras e princípios criados para a administração mais eficiente e segura de grandes sociedades anônimas, mas também em uma técnica de subordinação (e cooptação[84]) dos administradores aos interesses dos acionistas e às normas de rentabilidade exigidas por estes.

O imperialismo e a monopolização continuaram, portanto, se aprofundando em escala mundial na medida em que, por um lado, as instituições financeiras se fortaleceram e ampliaram seu controle sobre o sistema, e que, por outro, as grandes corporações tornaram-se "grupos financeiros

81 Isso se insere no processo de 'desintermediação financeira (ou bancária)', pelo qual esses novos atores passam a concorrer fortemente com os bancos no financiamento das empresas. Segundo José Carlos Braga, citando Edwards, nos EUA "a relação entre ativos bancários e ativos totais das instituições financeiras que havia estado em torno de 40%, entre as décadas de [19]30 e 70, cai para apenas 27% no início dos anos 90" (BRAGA, "Financeirização global", 204.)

82 Cf. ARRIGHI, O longo século XX; EICHENGREEN, A Globalização do Capital.

83 Nos EUA, por exemplo, até o início dos anos 1970 o sistema de financiamento do investimento produtivo era baseado nos lucros internos das empresas, no crédito bancário e no *funding* estável do mercado acionário e de títulos, em um contexto regulatório que limitava as taxas de juros de captação e empréstimos bancários e impedia a operação em âmbito nacional de bancos regionais (Cf. BRAGA, "Financeirização global", 201.)

84 Cooptação, pois um dos elementos da governança corporativa é tentar aproximar o administrador dos interesses dos acionistas, por exemplo pagando-o em opções de compra de ações da própria empresa, as *stock options*, o que o torna, de certa forma, acionista da empresa ou ao menos mais interessado na cotação das ações e na distribuição de dividendos.

de predominância industrial”[85] que continuam se desenvolvendo e se transnacionalizando. Diante da instabilidade cambial crônica, as grandes corporações também passaram a atuar fortemente no mercado de moedas, uma vez que a fronteira entre proteção e especulação se torna tênue (sobretudo no uso de derivativos). Uma mudança organizacional fundamental para a nova atuação dessas organizações é a constituição de *holdings*, ou seja, uma entidade jurídica consistindo de unidades que podem desempenhar as mais diversas atividades e de uma matriz com função de “centro de decisão financeiro”[86], que arbitra entre as filiais de modo a obter maior rentabilidade. A maior lucratividade combinada das unidades de produção passam a contar mais para as decisões de investimentos do que as atividades em si. Uma vantagem adicional reside na possibilidade de transferências de mercadorias e dinheiro intrafirma, evitando ou diminuindo o pagamento de impostos e reduzindo custos[87].

Embora partindo de bases nacionais, essas empresas possuem uma atuação estratégica em escala global e são capazes, pelo volume e capital que detêm, de redefinir a territorialidade do capitalismo[88]. Ademais, a própria temporalidade é ‘flexibilizada’, na medida em que as novas formas de crédito e a transformação dos ativos das empresas em títulos financeiros negociados em mercados secundários alteram a velocidade da acumulação (e da centralização de capital) e ainda permitem a reversibilidade ou mudança de rumo nos investimentos, a diminuição de custos de transação e a alteração de taxas e prazos de operações e contratos. Por outro lado, intensificam-se certas rivalidades entre as ‘gigantes’, já que as antigas divisões mais pronunciadas entre setores industrial, comercial e financeiro se enfraquecem: empresas como General Motors, Walmart e JP Morgan possuem negócios tanto em ramos industriais e comerciais quanto financeiros.

A penetração dos interesses da finança na produção e a multiplicação do capital fictício em circulação (sobretudo ações, produtos financeiros de todo tipo e títulos de dívida pública[89]), por sua vez, elevaram o rentismo a um alto grau. O processo de acumulação e centralização do capital em um contexto de sobreacumulação de capital é levado a se servir cada vez mais dos circuitos

85 CHESNAIS, A mundialização do capital, 275.
86 CHESNAIS, 75.
87 Em 2013, os intercâmbios intra-firma correspondiam a cerca de um terço de todo o comércio mundial (UNCTAD, “80% of trade takes place in ‘value chains’ linked to transnational corporations”.).
88 Dessa forma, “ao contrário do que formula a sabedoria convencional sobre globalização, as decisões destes *global players* trazem mais fatores de desequilíbrio para a divisão internacional do trabalho do que a internacionalização capitalista anterior, em que foram possíveis industrializações na periferia do sistema com a participação de multinacionais (…) [Agora] tornam-se menores as chances de convergência interpaíses quanto ao crescimento do investimento produtivo” (BRAGA, “Financeirização global”, 218.)
89 Para uma análise do conceito de capital fictício, das suas formas clássicas (expostas por Marx) e dos seus desdobramentos contemporâneos, ver DURAND, Le capital fictif.

financeiros[90], contraditoriamente em detrimento do investimento produtivo[91] (pelo menos nos países centrais do capitalismo – ver nota 70). Assim, por um lado, como parte da financeirização, as correlações de força no interior da classe capitalista se alterariam em prol da fração financeira. Por outro lado, a própria fronteira entre capitalistas industriais e capitalistas financeiros tenderia a se diluir com a financeirização das empresas. Além disso, a proliferação e aumento de importância dos fundos de pensão transformam uma parte expressiva da poupança dos trabalhadores em capital a ser valorizado financeiramente, criando uma contradição de interesses.

É fundamental salientar, a fim de evitar mal entendidos, que a financeirização não foi, portanto, produto de mera 'orquestração voluntarista' da fração financeira da classe capitalista para se apropriar do valor produzido pelas empresas e enfraquecer o investimento produtivo. Processos contraditórios estruturais do próprio capitalismo impelem o capital (nas suas diferentes formas) a operar dessa maneira, sendo a crise de sobreacumulação mal resolvida um dos principais fatores impulsionadores da financeirização. Eleutério Prado resume essa ideia, embora acabe invertendo o sinal de uma explicação centrada na ação das classes sociais:

> É também evidente que [a] crise econômica dos anos [19]70 forneceu a razão histórica para que as mudanças econômicas, sociais e políticas de cunho neoliberal fossem implementadas na forma de uma onda avassaladora que varreu o keynesianismo da proeminência na cena histórica. Eis, portanto, que para mim são as exigências do automovimento do capital que explicam as mudanças na repartição da renda e no poder econômico das classes – e não o contrário[92].

Já José Carlos Braga apresenta a questão de modo mais equilibrado:

> O fato, então, de que o dinheiro, tendencialmente, faça cada vez mais o caminho das finanças e não o caminho da produção, é resultado do movimento geral do capital, enquanto realização de seu conceito e das decisões competitivas e concretas dos 'agentes'. No padrão sistêmico que estamos analisando, a financeirização exacerba esse movimento e lhe dá relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e Mercado[93].

Por sua vez, Chesnais recentemente reviu o seu 'flerte' com posições regulacionistas e pós-keynesianas e explicitamente contestou a ideia de "desvio" de investimento da produção para o setor financeiro (inteiramente comandada pelos rentistas)[94]. De todo modo, ainda vale o resumo do autor formulado no início dos anos 2000: "o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros [*capital de placement financier*[95]] está

90 Para o caso dos EUA, remete-se ao trabalho de Krippner citado anteriormente. A situação do Brasil será abordada nos próximos capítulos, mas já se pode trazer a referência de GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)".

91 Cf. CHESNAIS, "Introdução geral à mundialização financeira", 14; Cf. PAULANI, "A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil".

92 PRADO, "Capital Financeiro e Capitalismo Contemporâneo: qual a relação?", 5.

93 BRAGA, "Financeirização global", 237.

94 Cf. CHESNAIS, Finance Capital Today, 17.

95 Sobre essa confusão terminológica de tradução, ver os esclarecimentos contidos na Introdução.

localizado no centro das relações econômicas e sociais”[96].

Retornando à discussão, para finalizá-la, dentre as principais consequências da financeirização, além do que já foi apontado, estão as turbulências econômicas e sociais das últimas décadas – que, como visto, vêm sendo discutidas por diversos autores. Segundo Chesnais, elas se tornaram sistêmicas e se refletem em crises financeiras tornadas muito mais recorrentes, súbitas e intensas, como atesta claramente a crise de 2008. Uma vez que a base material de geração de valor é insuficiente para atender às demandas do capital, sobretudo de aplicação financeira[97], e que não há controle sobre a geração de capital fictício – ao contrário, ela é estimulada – a dinâmica de produção de crises nunca é estancada. Quando de sua eclosão, as ‘bolhas’ são normalmente deslocadas para outros mercados[98], como ocorreu com os setores imobiliário e de tecnologia nos EUA nos anos 2000. O mecanismo é ainda reforçado pelos salvamentos de instituições financeiras por governos e organismos internacionais. Eles impedem uma verdadeira ‘depuração’ do sistema (destruição de capital), mantendo-o instável, e contribuem para uma centralização do capital mais acelerada, através de fusões e aquisições de empresas.

Politicamente, portanto, a financeirização representa um empecilho adicional à efetivação da democracia e da soberania nacional nas sociedades capitalistas, sobretudo em países periféricos. A abertura e desregulamentação das economias e suas implicações em termos de restrições às políticas econômicas; o maior endividamento público; a financeirização na organização das empresas; a oligopolização dos mercados mundiais; e a centralidade de mercados/instituições financeiras no funcionamento dos países colocam nas mãos de financistas (muitas vezes estrangeiros) o controle de diversas decisões governamentais e mesmo de processos econômicos inteiros – possibilitando até mesmo a orquestração de crises[99]. As agências de avaliação de risco, em especial, são um instrumento valioso de dominação do EUA sobre o sistema, já que as três maiores (praticamente as únicas relevantes no ramo e responsáveis pela atribuição dos “graus de investimento” dos países e empresas) são estadunidenses.

Nesse sentido, para além de considerar o que há de cíclico ou de permanente na dinâmica do capitalismo, torna-se imprescindível levar em conta as especificidades e a profundidade do atual processo de financeirização a fim de se compreender o capitalismo contemporâneo. Sem isso, não

96 CHESNAIS, “O capital portador de juros”, 35.

97 Um exemplo concreto dessa demanda está na ROE (*Return on Equity*): uma meta arbitrária do retorno a ser proporcionado pelas ações, baseada em critérios de rentabilidade puramente financeira, comumente praticada e girando em torno de 15% (Cf. LORDON, Fonds de pension, piège à cons ?, 39; Cf. CHESNAIS, “La prééminence de la finance”, 109.)

98 Ou ainda absorvidas pelo Estado, ao serem direcionadas aos enormes gastos militares (aumentando o gasto público).

99 Vale lembrar o episódio emblemático ocorrido em 1992, no qual um único megainvestidor – George Soros – desencadeou um processo especulativo contra a moeda de um dos países centrais do capitalismo (a libra esterlina) que lhe rendeu centenas de milhões de dólares e pôs de joelhos o Banco da Inglaterra (‘quebrando’ a libra).

parece possível obter uma visão acurada sobre questões e fenômenos cruciais, tais como neoliberalismo, imperialismo, relação centro-periferia, estrutura e relação de classes, transformações do mundo do trabalho, formas de acumulação do capital (sobretudo por espoliação), organização e atuação do Estado e os limites e possibilidades da política.

Sem ter, evidentemente, a pretensão de abarcar todos esses temas, o presente trabalho busca, não obstante, compreender a inserção do Brasil na mundialização financeira e analisar com maior profundidade o período Lula à luz dos aspectos suscitados pela questão da financeirização, na medida em que Harvey e Chesnais fornecem análises muito amplas do capitalismo e predominantemente centradas nos países do centro. Para isso, é necessário compreender melhor as etapas de consolidação dessa nova configuração do capitalismo e, em especial, na periferia do sistema mundial e no Brasil.

CAPÍTULO 2 – HISTÓRICO DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO EM ÂMBITO MUNDIAL

A financeirização corresponde a um conjunto de transformações do capitalismo que se iniciou com a crise do modelo de desenvolvimento fordista-keynesiano, primeiramente nos EUA e na Europa. Foram necessárias algumas décadas para ela se consolidar, na medida em que foi tanto o produto de contradições sistêmicas lentamente engendradas pelo próprio desenvolvimento do capitalismo – ocasionando, basicamente, uma situação de sobreacumulação do capital –, como da ação política da classe capitalista para enfrentar essas dificuldades. Tal ação implicou minar o poder da classe trabalhadora através da liberalização dos mercados, da reversão das conquistas do Estado de Bem-Estar, do ataque aos sindicatos, da transferência da produção para países com condições de trabalho mais favoráveis ao capital, dentre outros expedientes. Como lembra Harvey: "Para a globalização funcionar, era preciso reduzir tarifas e fortalecer o capital financeiro, pois o capital financeiro é a forma mais móvel do capital. Assim, capital financeiro e coisas como a livre flutuação de moedas tornaram-se essenciais para refrear os trabalhadores"[100]

Sob essa ótica, embora a financeirização envolva aspectos microeconômicos e internos aos países – por exemplo, a financeirização das empresas, determinadas políticas governamentais e a crescente inserção financeira dos indivíduos – em grande medida ela pode ser equiparada ao processo de mundialização em bases financeiras ocorrido nas últimas décadas. Chesnais, que emprega o termo "mundialização financeira", estabelece uma cronologia em três etapas de sua constituição que serão retraçadas a seguir. A primeira delas (1960-1979) se inicia ainda no contexto fordista, quando os sistemas monetários e financeiros eram compartimentados e havia uma situação de finanças administradas e de internacionalização limitada do capital de aplicação financeira[101]. Surgiam então sinais da grande crise de sobreacumulação do capital dos anos 1970, e começava a e formar uma massa expressiva de capital monetário em busca de valorização, derivada principalmente do lucro não reinvestido das empresas – boa parte delas operando fora dos EUA e evitando repatriar recursos. Esse estoque de riqueza encontrou refúgio em um mercado *offshore* de 'eurodólares' (existente desde 1958) sediado na City de Londres, para onde afluiriam 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

100 HARVEY, Neoliberalism Is a Political Project - An interview with David Harvey.

101 Prefere-se utilizar aqui esse termo a "capital financeiro" ou outros, tais como "capital portador de juros" ou mesmo "capital fictício", pelos motivos expostos anteriormente (ver Introdução).

internacionalização financeira "indireta"[102] – pois esse mercado de eurodólares era o único meio de comunicação em larga escala dos capitais monetários de diversos países (com seus sistemas financeiros fechados).

Até então, os bancos ainda eram as instituições-chave do setor financeiro, intermediando diversas operações entre as empresas. O próprio mercado de eurodólares da City era um mercado interbancário. Porém, no final dos anos 1960, ataques contra a libra esterlina e o dólar (moedas fortes e de grande circulação internacional) marcaram o retorno das atividades financeiras especulativas e o início de uma reorganização do mundo financeiro. O sistema de câmbio fixo em vigor desde os Acordos de Bretton Woods (1944) é, então, colocado em xeque em 1971 pela decisão unilateral dos EUA de eliminar o lastro em ouro de sua moeda, e definitivamente enterrado em 1973, quando o câmbio flexível é de fato adotado. Devido ao enorme peso dos EUA no cenário mundial e ao seu poder de pressão, os demais países acabaram obrigados a adotar o regime de câmbio flexível, gerando uma instabilidade crônica em vigor até hoje.

Desse modo, o mercado de câmbio foi o primeiro elemento a ingressar na mundialização financeira. A partir disso, esta evoluiria incorporando os demais mercados ligados ao setor financeiro até se consolidar nos anos 1990. Porém, o "golpe de estado" que instaura de fato a "ditadura dos credores"[103] já se evidenciava na segunda etapa do processo – de desregulamentação e liberalização financeiras. Ela se inicia 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), onde, segundo Chesnais, primeiro se reuniram condições políticas e sociais para a afirmação do poder da finança. Tais medidas visaram, 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[104]. Houve, assim, uma abertura dos sistemas financeiros desses países tanto interna como para fora.

Como resultado dessas transformações e seu aprofundamento ao longo do tempo, assistiu-se a uma perda de controle dos países sobre parte de suas decisões econômicas. Os bancos centrais não mais controlavam como antes as taxas de câmbio, ao menos as de médio e longo prazos, que ficaram nas mãos dos operadores financeiros mais poderosos. Perdeu-se também o controle sobre a fixação dos preços dos serviços bancários[105], permitindo o surgimento de inúmeros produtos financeiros novos. Além disso, houve a expansão dos mercados de títulos da dívida pública e a sua

102 CHESNAIS, "Introdução geral à mundialização financeira", 24.
103 Expressões empregadas em CHESNAIS, "O capital portador de juros", 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.
104 Cf. CHESNAIS, A mundialização do capital, 264.
105 Cf. CHESNAIS, 262.

interligação em âmbito mundial. A securitização da dívida[106] dinamizou os mecanismos de formação e valorização do capital fictício ao disseminá-los pela sociedade, reforçando o poder da finança e do rentismo. Esses mercados vieram responder às necessidades e interesses de dois atores cruciais. De um lado, os governos, capturados pela lógica neoliberal da austeridade: na busca de formas de financiar seu deficit, puderam ampliar sua captação de recursos que não por meio de elevação de impostos. De outro, as grandes instituições centralizadoras de poupança, que encontraram nesse enorme volume de títulos de dívidas a juros elevados um destino lucrativo para as grandes quantias de capital de aplicação financeira sob seu controle. Todavia, essa complementaridade era profundamente assimétrica, subordinando os Estados aos seus credores:

> A 'mercadorização' dos títulos públicos marcou a entrada da economia mundial na era das taxas de juros reais positivas. Ela pôs nas mãos dos investidores financeiros a capacidade de determinar o nível de 'remuneração' dos empréstimos, isto é, das taxas de juros a longo prazo[107].

Houve, portanto, uma dupla vitória dos credores, ao se combinarem empréstimos a juros elevados para os governos e redução de impostos sobre o capital e rendas mais elevadas (em boa medida possível precisamente graças ao maior financiamento via endividamento)[108]. Ademais, tais medidas retroalimentaram a necessidade dos governos tomarem mais dinheiro emprestado devido à perda de receita e ao alto serviço da dívida. Como ressalta Chesnais, "a escolha do endividamento no lugar dos impostos como modo de financiamento das despesas públicas tem com certeza profundas raízes sociais"[109]. Essa mudança no modo de financiamento do Estado funcionou como um dos principais – se não o principal – fator de subordinação deste aos interesses da finança. Dessa forma, o mercado de títulos públicos tornou-se central e veio se somar ao mercado de câmbio como pilar da mundialização financeira.

Uma última medida, crucial em dois aspectos, foi tomada pelos EUA no final dos anos 1970 e início dos 80: a expressiva elevação da taxa de juros (e, consequentemente, da cotação do dólar), de 2-3% a 10-12% em alguns meses[110], chegando a quase 20% no auge (governo Reagan). O primeiro aspecto é que ela completa, de modo geral, o "golpe de Estado" dos credores em âmbito mundial ao elevar a rentabilidade dos investimentos destes e criar um enorme efeito 'bola de neve' na dívida pública. O segundo, particularmente importante para o assunto aqui tratado, é que, ao fazer isso, afeta decisivamente os países periféricos (e a América Latina em particular).

É preciso lembrar que, ainda durante a primeira fase da mundialização financeira, um dos

106 Para o significado de "securitização", ver nota 71. No Brasil, embora já seja praticada, a securitização da dívida dos entes federativos ainda não foi devidamente regulamentada. Há, porém, uma tentativa recente nesse sentido, já aprovada pelo Senado Federal (Cf. "Senado aprova a securitização de dívidas de entes federados".)

107 CHESNAIS, "Introdução geral à mundialização financeira", 26.

108 Sem contar a impunidade sobre a evasão de divisas rumo a paraísos fiscais.

109 CHESNAIS, A finança mundializada, 24.

110 CHESNAIS, "La « nouvelle économie »".

principais componentes da massa de capital de aplicação financeira foram os ‘petrodólares’, tornados abundantes com a alta dos preços durante a crise do petróleo. Eles foram então ‘reciclados’ dirigindo-se em grande medida aos países periféricos sob a forma de empréstimos em dólar, cujos juros estavam atrelados à taxa dos EUA. Quando esta aumentou abruptamente (e a cotação do dólar, em consequência), os credores viram suas dívidas serem multiplicadas do dia para a noite. Nos anos 1980, elas se tornaram impagáveis, levando à chamada ‘crise da dívida’ da América Latina. O gráfico de Duménil e Lévy mostra que a proporção dos juros da dívida sobre o PNB dos países em desenvolvimento saltou de 0,25% no início dos anos 1970 para quase 2,5% cerca de dez anos depois[111]. O estado de vulnerabilidade em que os países latino-americanos afetados pela crise se encontravam foi o facilitador da implementação das políticas neoliberais, tais como abertura comercial e financeira e as privatizações, além de ficarem sob forte influência de instituições como o FMI e o Banco Mundial[112].

Ao ultrapassar certo montante, a dívida pública se torna um mecanismo de transferência de renda autoalimentado, perdurando no tempo e instalando ou perpetuando o estado de subordinação dos países às finanças. O impacto foi particularmente intenso na periferia – devido às taxas de juros consideravelmente superiores às taxas de crescimento, e aos empréstimos sucessivos necessários para honrar o serviço da dívida –, mas atingiu também o centro[113]. Mesmo se a taxa de juros não estiver muito acima do nível de crescimento da produção e do PIB, a dívida pode aumentar muito depressa. A diferença é a maior capacidade dos países centrais (em relação aos periféricos) de rolarem suas dívidas e de pagarem juros menos elevados, o que ainda assim não os livra da dominação dos interesses financeiros. Ao contrário, foi precisamente aí, segundo Chesnais, que a dívida pública atingiu uma magnitude[114] que permitiu ao capital fictício um crescimento não só quantitativo, mas também qualitativo: as operações com títulos da dívida pública nos países centrais multiplicaram-se em poucos anos. Entre 1980 e 1993, passaram, nos EUA, de US$13,8 bilhões para US$119,6 bilhões por dia, em média; e, no Reino Unido, de US$1,4 bilhão para US$9,5 bilhões, por exemplo[115].

Esse processo representou, evidentemente, mudanças importantes na forma de financiamento do Estado, na estrutura de gastos deste e nas atividades econômicas em geral. O autor é categórico: “nos países da OCDE, como nos países periféricos, a dívida pública alimenta

111 Cf. DUMÉNIL e LÉVY, “Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary”, 397.
112 Exemplo: os Plano Baker e Brady, de 1985 e 1989 respectivamente, em que bilhões de dólares foram emprestados pelos EUA a países latino-americanos endividados em troca da adoção de medidas liberalizantes.
113 A partir de 1984-85 os demais países do G7 passaram a adotar a nova ‘moda’ de se financiar via securitização.
114 Foi aí que, em termos absolutos, ela foi decisiva para o poder da finança. As suas consequências sociais – em termos de pobreza, exclusão, etc. – é que são mais agudas e patentes na periferia.
115 Cf. PLIHON, “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira”, 114.

continuamente a acumulação financeira por intermédio das finanças públicas”[116]. Não é sem razão que nessa segunda etapa da mundialização financeira os fundos de investimento e de pensão aumentaram rapidamente o valor de seus ativos. Desse modo, a dívida pública tem ainda outras implicações políticas em função da importante propriedade de: gerar pressões fiscais intensas sobre as rendas mais baixas (tributação regressiva, por exemplo); implementar e justificar a austeridade fiscal (sobretudo cortando-se gastos sociais, considerados improdutivos); e, em decorrência disso, travar as despesas públicas[117]. Isso facilitou, por exemplo, as privatizações em diversos países, resultando em uma ‘desresponsabilização’ do Estado sobre algumas áreas e na abertura de novos canais de investimento para o capital sobreacumulado[118].

A partir do ‘*Big Bang*’ da City[119], ingressou-se então na terceira fase (1986-1995) da mundialização financeira definida por Chesnais. Após a inclusão dos mercados de câmbio e de títulos da dívida – que continuaram crescendo e abrigando 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 vital de transferência de renda e de acumulação de capital, o que elevou o mercado de ações à posição de “pivô mais ativo”[120] da acumulação financeira – enquanto os derivativos também se multiplicaram exponencialmente. Tem-se então 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.

Além disso, o uso político das taxas de juros fica evidente. Na fase anterior, os EUA constituíram os alicerces do poder da finança e o consolidaram por meio de elevadas taxas de juros, ao criarem uma enorme dívida pública com efeito bola de neve[121]. Posteriormente, eles se utilizaram de uma política de juros muito baixos, até negativos, para incentivar a aplicação de capitais nos mercados acionários (já que os títulos da dívida se tornam menos interessantes nesse cenário) e mantê-los permanentemente ‘oxigenados’. A partir daí, parece haver uma espécie de ‘divisão de

116 CHESNAIS, “O capital portador de juros”, 41.

117 No Brasil, é recorrente a mobilização da questão da dívida pública tanto por parte do governo – a fim de justificar cortes nas despesas, especialmente investimentos – quanto por parte do ‘mercado’ – para pressionar governos a agirem nesse sentido. Isso é tanto mais acentuado em momentos de crise econômica, como do segundo governo Dilma em diante.

118 “A ‘dívida do Terceiro Mundo’ foi uma alavanca poderosa que permitiu impor as políticas energéticas e de ajuste estrutural, austeridade fiscal, liberalização e privatização” (CHESNAIS, “O capital portador de juros”, 67.). Esse é um mecanismo importante de acumulação por espoliação, tal como definida por Harvey.

119 Conjunto de medidas liberalizantes colocadas em prática num curto espaço de tempo na praça financeira londrina, 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.

120 CHESNAIS, “O capital portador de juros”, 42.

121 Os EUA utilizaram, inclusive, sua dívida pública e sua posição de devedor mundial em benefício próprio – entre outros aspectos, atraindo a liquidez mundial em detrimento de outros destinos e submetendo os demais países à sua “diplomacia do dólar forte” (Cf. TAVARES, “A retomada da hegemonia norte-americana”, 35.)

tarefas': os mercados acionários (e de câmbio, que são também enormes e muito líquidos), oferecem rendimentos mais elevados, ao passo que os títulos de dívida pública oferecem mais segurança e são especialmente procurados em períodos de crises e turbulências financeiras.

As mudanças levadas a cabo por governos nacionais e organismos internacionais que remodelaram o cenário mundial são complementadas pela expressão do poder da finança no interior das empresas – representado pela governança corporativa, mencionada anteriormente e tratada no Capítulo 6. A elevação das exigências de rentabilidade financeira reverte-se em pressões sobre os trabalhadores, por exemplo, em termos de rebaixamento de salários, flexibilização dos contratos e da organização do trabalho e pressão por produtividade:

> A flexibilização salarial é também um elemento central constitutivo da alta taxa de exploração, referente àquilo que as empresas devem extrair e/ou centralizar como massa de mais-valia (...) a fim de que as normas de rentabilidade possam ser satisfeitas[122].

Outro elemento que caracteriza e coroa a terceira etapa da mundialização financeira, especialmente importante para este trabalho, 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 incorporar à mundialização financeira. Trata-se tanto de mercados recém-constituídos – certos países da Ásia, por exemplo – como mercados mais antigos – como na Argentina e mesmo no Brasil – que se encontravam consideravelmente fechados ao exterior e se abriram ao capital externo. A entrada desses mercados bem mais frágeis, no quadro de uma integração "'imperfeita'"[123], acirrou a assimetria de condições dos participantes desse sistema mundializado, bem como as contradições inerentes à multiplicação do capital fictício. O resultado foi uma série de choques e sobressaltos financeiros tornados constantes e a consolidação do estado de vulnerabilidade sistêmica do capitalismo mundial mencionado anteriormente.

A lista desses fenômenos financeiros é extensa[124]. Vai-se desde o *crash* das bolsas em 1987, que atinge Nova York, e do estouro da bolha dos créditos podres dois anos depois, passando pela falência de bancos e instituições financeiras em vários países, até as crises em mercados de países periféricos, como a do México (1994-95) – que já havia colapsado em 1982, numa primeira manifestação da crise da dívida –, a de países asiáticos em 1997[125] e a do Brasil em 1999[126].

122 CHESNAIS, "A 'nova economia'", 51.

123 Cf. CHESNAIS, "Introdução geral à mundialização financeira", 12. O termo significa que os países não se inserem todos da mesma forma na mundialização financeira. Ele está entre aspas no original, certamente por evitar a normatividade, já que a própria hierarquia do sistema-mundo produz essas assimetrias.

124 Três são analisados em CHESNAIS, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica".

125 A própria Coreia do Sul, comumente elogiada em comparações com o Brasil, sofreu uma profunda crise após sua liberalização e também foi forçada a realizar reformas e adotar medidas preconizadas pelo FMI.

126 Cabe registrar, seguindo Paulani, que a crise da dívida dos países latino-americanos ocorreu ainda numa fase de finanças intermediadas (pelo sistema bancário), ao passo que crises como a do Brasil (1999) e da Argentina (2001) já se deram em um contexto marcado pelas finanças diretas (dominado por investidores institucionais, amplo uso de

Acrescentam-se, nos anos 2000, o estouro da Nasdaq em 2000-2001[127] e a devastadora crise mundial de 2008[128], para ficar nos casos mais emblemáticos. Dessa forma, percebe-se que, embora consolidada ainda nos anos 1990, a financeirização continuou a produzir seus efeitos e a desdobrar-se nas primeiras décadas do século XXI: especulação imobiliária[129], deslocamentos espaço-temporais, acumulação por espoliação, transferências de renda/riqueza entre países, modificação das condições de trabalho e de vida em geral, centralização do capital e oligopolização de mercados, etc. continuam de forma acelerada – por meio, ou em consequência, de expedientes financeiros.

A crise de 2008, com o enorme grau de contágio apresentado, revelou uma espécie de quarta fase da financeirização em curso, iniciada por volta de 2001. Na realidade, não se trata de uma expansão da mundialização financeira, já que seus limites geográficos parecem ter sido alcançados, mas de seu aprofundamento através de uma maior conexão entre os grandes bancos internacionais e sua exposição a risco. Com a competição de outras instituições financeiras (*shadow banking system*) e a diminuição dos juros em países centrais, os bancos comerciais foram levados a diversificar suas atividades e assumir mais riscos. A virada dos anos 1980 para os anos 1990 foi fundamental para isso, quando a inovação técnica criou novos instrumentos para empréstimo interbancário, reduzindo a necessidade de grandes reservas em dinheiro e abrindo o caminho para a alavancagem. Surge então um novo modelo de atividades bancárias, sobretudo a partir de meados dos anos 2000: o "criar para distribuir" [*originate-to-distribute*].

Além disso, a mundialização financeira se aprofunda também a partir da rivalidade – em um contexto de taxas de lucro que não se recuperam[130]– entre empresas transnacionais oligopolistas

derivativos, etc.), o que agudizou os processos de formação de crises. Estes países passaram, assim, por fortes turbulências e desvalorizações de suas moedas (Cf. PAULANI, "A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil".)

127 Em parte decorrente do inchaço da bolha reforçado pelo capital de aplicação financeira mundial que afluiu para os mercados estadunidenses devido à crise de desconfiança generalizada provocada precisamente pelas crises na Ásia, na Rússia e no Brasil no final dos anos 1990. Para uma análise mais detalhada da dinâmica da economia estadunidense subjacente a essa crise, ver BRENNER, O Boom e a Bolha.

128 Para uma análise das origens dessa crise, ver CHESNAIS, "Fin d'un cycle". Em 2002, Duménil e Lévy de certa forma previram a crise de 2008 ao apresentarem "fortes pontos em comum" entre a atual fase de financeirização e o período que precedeu a crise de 1929 (Cf. DUMÉNIL e LÉVY, "Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary", 400.).

129 Remete-se ao trabalho de Raquel Rolnik, que aborda a questão no Brasil e em outros países: ROLNIK, Guerra dos lugares.

130 Esse ponto polêmico é defendido em CHESNAIS, Finance Capital Today., em contraposição a autores que enxergam uma recuperação da taxa de lucro a partir de meados dos anos 1980, com o advento do neoliberalismo (Cf. HUSSON, "Le capital financier et ses limites"; Cf. LAPAVITSAS e MENDIETA-MUÑOZ, "The Profits of Financialization".). Embora tenha havido certa estabilização ou mesmo recuperação a partir de 1980, isso não anularia a tendência de queda no mais longo prazo. Além disso, Husson mostra que a taxa de acumulação não se recuperou. Para além de possíveis divergências nos dados utilizados, Chesnais argumenta, assim, que algumas das contratendências à queda da taxa de lucro operantes nas últimas décadas (neoliberais) não poderão durar indefinidamente, e que a financeirização é justamente um efeito de problemas persistentes na acumulação do capital.

cada vez maiores atuando em operações industriais, comerciais e financeiras no mundo todo. A respeito dessa concentração de poder, um estudo do renomado Instituto Federal Suíço de Pesquisa Tecnológica de Zurique (ETH) citado por Ladislau Dowbor mostra, a partir da análise de 43 mil das principais corporações mundiais, que "apenas 737 dos principais atores (top-holders) acumulam 80% do controle sobre o valor de todas as empresas transnacionais (ETN)... Isto significa que o controle em rede (network control) é distribuído de maneira muito mais desigual do que a riqueza" e que "quase 4/10 do controle sobre o valor econômico das ETNs do mundo, através de uma teia complicada de relações de propriedade, está nas mãos de um grupo de 147 ETNs"[131]. Não surpreende, ademais, que ¾ do núcleo das ETNs controladoras seja composto de empresas classificadas como de intermediação financeira.

Essa quarta fase da financeirização começa com a ampliação do endividamento de famílias e empresas devido aos juros baixos e o aumento acentuado do uso de imóveis como ativo financeiro em vários países, mas principalmente nos EUA. Neste, a explosão do crédito hipotecário e da securitização das dívidas atraiu investidores de diversas partes do mundo (sobretudo europeus e chineses). A intensa participação dos bancos internacionais na intermediação dessas transações[132] e a reunião de papéis muito diversos entre si em um mesmo produto financeiro ampliou fortemente a quantidade de capital fictício em circulação e disseminou os ativos 'podres'/de alto risco (os famigerados *subprimes*) para instituições de todo o mundo. O adensamento dessas conexões explica o grau de contágio sistêmico da crise quando a bolha nos EUA explodiu, assim como a participação do *Federal Reserve* no salvamento 'trilionário' não só de bancos americanos, mas estrangeiros.

Internamente à Europa (sobretudo na zona do euro), também ocorreu um estreitamento das relações interbancárias ao longo dos anos 2000. A crise na Grécia e na Espanha deixaram claro que bancos franceses e alemães, por exemplo, tinham intensa participação nos mercados desses países e vinham obtendo lucros expressivos nas transações com suas dívidas públicas e operações imobiliárias. O *Dodd-Frank Act*[133], nos EUA, e o acordo mais amplo de Basileia III[134] objetivaram diminuir os riscos bancários transatlânticos, mas a mundialização financeira continuou se intensificando, inclusive através de empréstimos a empresas em países 'emergentes' (o Investimento Externo Direto para esses países também voltou a aumentar na busca de melhores oportunidades de lucro, assim como deles para outros países do 'Sul'). Alguns deles, o Brasil

131 DOWBOR, "Democracia Econômica", 24.

132 Os ganhos das instituições financeiras com taxas e comissões se eleva, assim como com novos "modos espoliativos de apropriação" [*exploitative modes of appropriation*] (CHESNAIS, Finance Capital Today, 75.) dos salários dos trabalhadores: juros e taxas sobre hipotecas, empréstimos estudantis, cartão de crédito, etc.

133 Lei assinada pelo presidente Obama em 2010 contendo 16 itens que, entre outras coisas, cria novas agências reguladoras para o sistema financeiro e altera as existentes.

134 Negociado no âmbito do BIS (Bank for International Settlements), do qual participam os bancos centrais de cerca de 60 países de todo o mundo, inclusive do Brasil.

incluso, adentraram a seara dos oligopólios mundiais, em grande parte por meio de empresas estatais ou estimuladas pelo Estado.

Por fim, uma possível situação de sobreacumulação de capital na China – que abriga uma parcela enorme da produção industrial mundial – minimizaria o papel do país de motor do crescimento e, em um contexto de taxas de crescimento já reduzidas e acirramento dos limites "absolutos" do capitalismo mundial[135], se constituiria em estímulo adicional à financeirização – que não dá sinais de arrefecimento[136]. Porém, como os efeitos da mundialização financeira e das crises sobre os países centrais não são idênticos ao dos países em posições periféricas e integrados mais recentemente, é preciso compreender as especificidades e os impactos da implementação da financeirização nesses países e o papel que assumem nela.

135 Cf. CHESNAIS, Finance Capital Today.

136 Após queda expressiva do valor do estoque mundial de ativos financeiros em 2007 e 2008, a trajetória ascendente iniciada nos anos 1980 foi retomada e, em 2010, já ultrapassava os níveis do pré-crise.

CAPÍTULO 3 – A INSERÇÃO DA AMÉRICA LATINA NA MUNDIALIZAÇÃO FINANCEIRA

Principalmente após a crise de 2008, as críticas às visões apologéticas da 'globalização' e do capitalismo (das quais o famigerado "fim da história", de Fukuyama, é emblemático) ganharam força (inclusive no campo ortodoxo[137]). Mesmo antes da crise, as conclusões de Salama e Camara sobre os resultados da financeirização nos anos 1980/90 já apontavam no mesmo sentido: "o processo de mundialização financeira é uma dinâmica da qual a maioria dos países em desenvolvimento foi excluída" e "o ingresso de capitais estrangeiros acentua (…) a restrição externa e é portador de novos fatores de instabilidade ao crescimento econômico"[138].

Inspirando-se na crítica de Francisco de Oliveira à "razão dualista" cepalina[139], caberia indagar se esses países estão realmente "excluídos" ou se estão dialeticamente inseridos nos circuitos financeiros. Parte deles pode funcionar, por exemplo, como produtor de mais-valia 'drenada' para os mercados financeiros do centro através de remessa de lucros e outros mecanismos, ou então como bolsões de trabalhadores, que ampliam o exército industrial 'mundial' de reserva (pressionando os salários para baixo e, por conseguinte, elevando os lucros). De todo modo, mesmo sem definir o significado exato de "excluído", os autores mostram que a maior parte dos fluxos financeiros – sobretudo sob forma de Investimento Externo Direto (IED)[140] – dirigidos à periferia concentraram-se em apenas um punhado de países (cerca de vinte), dos quais pouquíssimos possuem mercados financeiros relevantes ainda hoje. Ressalte-se que, fora os centros eminentemente financeiros, como Hong Kong e Taiwan, as principais bolsas de países de fora do centro em termos de volume de negócios são aquelas localizadas na China continental, na Índia, na Coreia do Sul, na África do Sul e no Brasil. A bolsa brasileira é a maior da América Latina e era, em 2014, a única da região entre as 20 maiores do mundo, com uma capitalização de aproximadamente um quinto da de Xangai – maior entre os países mencionados e quinta do mundo – e duas vezes a da bolsa mexicana – segunda maior da América Latina[141].

137 Em 2016, gerou repercussão (Cf. G1, "FMI diz que políticas neoliberais aumentaram desigualdade".) o fato de um artigo de economistas do próprio FMI finalmente admitir que ao menos parte das medidas neoliberais adotadas por muitos países periféricos a partir do receituário do Fundo – notadamente a retirada de restrições aos fluxos de capital com o exterior e políticas de austeridade – ampliaram a desigualdade social e tiveram efeitos prejudiciais no longo prazo (Cf. OSTRY, LOUNGANI, e FURCERI, "Neoliberalism: Oversold?").

138 SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 199.

139 Cf. OLIVEIRA, Crítica à razão dualista/O ornitorrinco.

140 As fronteiras entre IED e investimentos em carteira comportam certa dose de arbitrariedade. A UNCTAD apresenta uma definição do primeiro a fim de distinguir essas duas formas de entrada de capital em um país: "UNCTAD | Foreign Direct Investment (FDI)".

141 Cf. "WFE Annual Statistics Guide 2015". A partir da fusão com a CETIP em 2017, formando a B3, ela chegou a ser a quinta do mundo em valor de mercado (Cf. ALVES, "B3, ex-BM&FBovespa/Cetip, nasce como 5a maior bolsa

No mesmo sentido, Chesnais apontou que os países periféricos 'incluídos' no circuito se caracterizavam por possuírem "instituições financeiras hipertrofiadas"[142], e vieram sofrendo efeitos bastante negativos devido ao tipo de inserção na mundialização à qual estão submetidos. Cristóbal Kay[143], por sua vez, aponta que a mundialização exacerbou quatro grandes assimetrias entre centro e periferia: no progresso técnico, com a concentração da inovação e da capacidade tecnológica no centro; na vulnerabilidade financeira, devido à maior exposição da periferia aos choques externos; na vulnerabilidade comercial, em função das flutuações nos níveis de demanda e dos termo de troca; e na mobilidade econômica dos fatores de produção, mais especificamente da imobilidade do "fator trabalho". Carlos de Medeiros chega à mesma conclusão especificamente para a América Latina, ao afirmar que boa parte dos países da região mantiveram o padrão dos anos 1980 e "encontra-se [nos anos 1990] inteiramente marginalizada e desvinculada dos vínculos financeiros e comerciais que caracterizam a economia mundial"[144].

Retornando a Salama e Camara, e parcialmente ao que foi exposto anteriormente, houve dois períodos importantes para a inserção financeira dos países com "economia em desenvolvimento"[145] em geral: 1970-81 e 1990-2000. Nos anos 1970, o controle do câmbio e as fortes flutuações das principais divisas favoreceram os financiamentos externos sob forma de empréstimo bancário (tornaram-se 2/3 do total dos fluxos para esses países). Nos anos 1980 (a chamada "década perdida"), houve prolongada crise devido ao peso da dívida e do consequente corte de financiamento para muitos países, seguido dos ajustes impostos pelo FMI para concessão de auxílios financeiros. Ao longo dos anos 1990, a integração comercial e a liberalização financeira elevaram significativamente os fluxos privados sob forma de IED e de investimento em carteira[146]. Em consequência, a participação relativa dos empréstimos bancários no financiamento vindo do exterior cai de mais de 60% para 11,7%[147] e a redução dos fluxos institucionais/governamentais é em parte compensada pelos mercados de capitais. Assim, a estrutura dos fluxos de capitais aos

do mundo".). Uma visualização gráfica do grau de concentração das bolsas de valores pode ser obtida em: "All of the World's Stock Exchanges by Size".

142 CHESNAIS, A finança mundializada, 21.

143 Cf. KAY, "Teorias estruturalistas e teoria da dependência na era da globalização neoliberal", 383.

144 MEDEIROS, "Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina", 345.

145 Nesta parte do texto, serão mantidos os termos dos autores citados. De resto, utiliza-se aqui preferencialmente os termos "centro" e "periferia" para ressaltar a hierarquia entre os países no sistema-mundo, sem subentender um tipo específico de desenvolvimento ou de 'não-desenvolvimento'. Os termos "desenvolvido"/"subdesenvolvido", "emergente", "em desenvolvimento", etc. remetem a posições teóricas e contextos históricos diferentes, mas que não serão discutidos aqui.

146 Movimento confirmado para a América Latina pelo gráfico de KAMINSKY, LYONS, e SCHMUKLER, "Mutual Fund Investment in Emerging Markets", 318.. Em relação à mesma região, Carlos Eduardo Martins também distingue dois momentos de uma "fase de acumulação financeira" (que o autor não define com clareza o que seja), embora a periodização seja um pouco distinta: o primeiro foi "entre fins dos anos 1970 e os anos 1980", e o segundo, "no início dos anos 1990" (Cf. MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 321.)

147 Cf. SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 202.

países ditos “em desenvolvimento” passa a ser marcada por elevação dos recursos de longo prazo e predominância dos fluxos privados.

Como, porém, a inserção da periferia foi, além de concentrada e “excludente”, também heterogênea do ponto de vista do tipo de fluxo financeiro predominante, é preciso considerar as diferentes regiões do mundo a fim de captar as particularidades da inserção da América Latina na mundialização financeira ocorrida nos anos 1990. Tanto nesta quanto na Ásia, houve expressiva elevação do investimento em carteira e do IED, embora comparativamente o salto deste último na Ásia tenha sido mais pronunciado, assim como o do investimento em carteira o fora na América Latina[148], sobretudo devido aos juros altos para financiar o deficit público e de transações correntes dos países. Já quanto aos empréstimos bancários, diminuíram sensivelmente na Ásia, alteraram-se pouco na América Latina e aumentaram substancialmente na África. Em resumo, em termos comparativos (não absolutos), a inserção da Ásia foi mais pronunciada via IED; a América Latina integrou-se de forma mais importante que as demais regiões via investimentos em carteira; e a África passou a contar principalmente com empréstimos bancários.

Como, porém, o IED não deixou de ser um mecanismo importante de financiamento na América Latina (ao contrário, se tornou o principal deles nos anos 1990), cabe observar que este era muito concentrado: “Uma dezena de países emergentes da América Latina e do Sudeste Asiático (mais a China) capta mais de 80% do total dos fluxos de IED destinados ao conjunto dos países em desenvolvimento”[149]. Em 1998 e em 2000, o Brasil chegou a amealhar sozinho mais de 1/3 do IED destinado à América Latina, e o que foi recebido por seis países (Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, Venezuela e México) entre 1990 e 2001 variou de 61% a 71% (média de 65%) do total.

A entrada desse capital, porém, intensificou a concorrência, e apenas no Brasil e no México houve algum efeito benéfico à industrialização – e, portanto, impactos mais relevantes no emprego e no crescimento[150]. Em parte isso ocorreu porque esse capital foi usado predominantemente para fusões e aquisições (incluindo privatizações) e não para a criação de novos empreendimentos. Além disso, a nova estrutura de capitais rumo à América Latina levou a crises financeiras de um novo tipo e a novas restrições no balanço de pagamentos dos países. A especificidade da região era de ser receptora de fluxos financeiros de curto prazo e de se constituir em mercado em expansão para os EUA[151]. Assim, segundo argumento de Salama[152], a financeirização das economias latino-

148 Ver também os gráficos em KAMINSKY, LYONS, e SCHMUKLER, “Mutual Fund Investment in Emerging Markets”, 319.. Esse ponto é crucial na diferenciação dessas duas regiões em termos de inserção internacional, como ficará mais claro adiante. Em relação ao modelo asiático (via comércio e IED), o latino-americano (abertura da conta de capitais, como no Brasil) levou à valorização cambial e a crédito abundante num primeiro momento, porém acentuando a vulnerabilidade externa (Cf. BELLUZZO, “Prefácio à Finança Mundializada”, 14–15.).

149 SALAMA e CAMARA, “A inserção diferenciada (...)”, 209.

150 Cf. SALAMA e CAMARA, 210–11.

151 Cf. MEDEIROS, “Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina”, 281.

152 Cf. SALAMA, “A financeirização excludente”, 226.

americanas – entendida como o aumento da proporção de ativos financeiros em relação ao total de ativos ocorrido a partir dos anos 1980 e aprofundado nos anos 1990 – teve significados distintos em momentos diferentes.

Na situação geral da região nos anos 1980 – de inflação alta, PIB *per capita* bem mais baixo do que no centro, desigualdade de renda e um nível alto de pobreza[153] –, as crises financeiras deviam-se à magnitude do serviço da dívida pública e da necessidade de se utilizarem recursos próprios para pagá-lo[154]. A financeirização relacionava-se, então, à alta inflação e, em um contexto de economias fechadas, estimulou o que Salama chamou de "reaparecimento de mecanismos arcaicos de apropriação de mais-valia absoluta"[155] – ou talvez, sua atualização[156]. Com a redução do salário real, os trabalhadores atingidos eram obrigados a prolongar de alguma forma sua jornada através de um segundo emprego ou mesmo ampliando a quantidade de trabalhadores na família[157].

Ao longo dos anos 1990, a financeirização passou a ser resultado sobretudo das estratégias de saída da crise da 'década perdida' e, inicialmente, reduziu os efeitos perversos sobre a economia. Porém, com a liberalização rápida e quase simultânea dos mercados[158] e o retorno à estabilidade dos preços com uma política de juros altos e valorização cambial, as crises financeiras passaram a se originar de "restrições financeiras externas extremamente fortes"[159]. A financeirização volta a contribuir para inibir o investimento – reduzindo, assim, a base de valorização produtiva. A "superexploração da força de trabalho" combinou-se, assim, com o ciclo vicioso da "dialética do capital fictício"[160]: se, por um lado, o capital fictício pode prolongar as fases ascendentes do ciclo (pela diminuição do tempo de rotação e aumento da taxa de lucro), por outro, contribui para reduzir a taxa de lucro do capital industrial e travar a acumulação nas fases descendentes – mais recorrentes

153 Cf. SALAMA, 211.

154 É preciso lembrar que, a partir do calote mexicano de 1982 (início da 'crise da dívida' da América Latina), os financiamentos para a região foram cortados, donde a necessidade de se negociar com o FMI e se iniciarem as reformas liberalizantes. O serviço da dívida à época chegou a representar entre 2% e 5% do PIB dos países – uma porcentagem alta, segundo Salama – e a América Latina se tornou exportadora de capital.
Nos anos 2000, o Brasil esteve acima do patamar de 5% em todos os anos, chegando a mais de 8%.

155 SALAMA, "A financeirização excludente", 213.

156 Novamente, cabe aqui uma reflexão inspirada em Francisco de Oliveira (ver p.50) sobre se houve um 'desaparecimento' e 'reaparecimento' desses mecanismos, ou se são novas versões em um novo contexto.

157 A situação dos mais pobres era ainda agravada pelo chamado 'imposto inflacionário', ao passo que os mais abastados podiam aumentar sua riqueza através de aplicações em produtos indexados à inflação ou ao câmbio. Além disso, "a dívida externa engendra uma dívida interna dificilmente controlável, cada vez mais lucrativa para os bancos e para uma pequena fração da população" (SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 213.). Essa situação reforçou, portanto, o quadro histórico de subdesenvolvimento da região e da relação dialética entre setores 'atrasados' e 'modernos' tal qual discutida, para o caso brasileiro, em OLIVEIRA, Crítica à razão dualista/O ornitorrinco.

158 O processo na Coreia do Sul, por exemplo, foi mais lento e em etapas: a liberalização financeira só foi realizada depois da comercial. Vernengo atribui em grande parte a isso o fato de não ter havido desindustrialização nem fraco crescimento nesse país, assim como de as crises e sobressaltos financeiros terem sido mais 'administráveis' (Cf. VERNENGO, "Belindia Goes to Washington: The Brazilian Economy after the Reforms".)

159 SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 212.

160 Cf. CARCANHOLO, "Dependência e superexploração da força de trabalho no desenvolvimento periférico", 259 e seg.

do que as primeiras na América Latina dos anos 1990.

O crescimento volátil, a concorrência mais acirrada e a entrada facilitada de tecnologia importada decorrentes desse processo levaram ao aumento da pressão sobre os trabalhadores. Assim, a entrada na mundialização financeira acarretou certas transformações na América Latina similares às de outras regiões do mundo, porém com maior intensidade do que em países do centro, por exemplo. Para além da extensão do tempo de trabalho, foram empregados mecanismos mais "modernos" de extração de mais-valia, como a redução dos 'tempos mortos' da jornada. Algumas inovações técnicas e outras formas (flexíveis) de organização do trabalho, tanto internas (ex. maior polivalência[161]) como externas (ex. ampliação do *turn over*[162])[163], que produzem mais-valia relativa (aumento de produtividade), possibilitaram a intensificação do trabalho por unidade de tempo. A despeito das diferenças em relação aos países centrais, essas transformações no mundo do trabalho também são, portanto, fruto das exigências de maximização do valor acionário decorrentes da financeirização das próprias empresas não-financeiras.

Outra dimensão desse processo aprofundou-se com a "ciranda financeira" instalada a partir da liberalização e da política de juros altos, que se manifestou na multiplicação dos produtos financeiros e na modificação das formas de poupança[164]. Os depósitos bancários e em caderneta de poupança tenderam, assim, a dar lugar aos investimentos em outros títulos (como os de dívida pública ou de crédito privado), por vezes geradores de lucros bem superiores. A arbitragem entre investimento financeiro e produtivo levou a uma diminuição deste: no Brasil, por exemplo, "enquanto a produção industrial estagnou em 1989, a cotação das ações da Bolsa de São Paulo, em dólares, aumentou 200%"[165].

Com o retorno das economias latino-americanas aos mercados financeiros internacionais após as negociações sobre a reestruturação de suas dívidas, a pressão do serviço da dívida externa, segundo Salama, tornou-se menos forte e o capital estrangeiro voltou. Como o Estado passou a

161 Ampliação do leque de atividades de um mesmo trabalhador.

162 Rotatividade da força de trabalho. Um *turn over* maior significa que os trabalhadores permanecem, em média, menos tempo no emprego.

163 Segundo Salama em texto posterior, esse padrão de desenvolvimento da América Latina prosseguiu na primeira década do século XXI (Cf. SALAMA, "A abertura revisitada", 220.).
Na questão financeira (volatilidade dos fluxos de capital), após as crises em países importantes, como Brasil (1999) e Argentina (2000-2001), "os investidores internacionais mudaram das estratégias de assunção de risco nos anos 1990 para as estratégias de aversão de risco no início do século XXI" (KAY, "Teorias estruturalistas e teoria da dependência na era da globalização neoliberal", 369.). Isso sem contar o fator de contágio, ou seja, o problema em um país provocar a fuga de capitais nos vizinhos.

164 Martins interpreta isso como uma "contradição macroeconômica" decorrente dessa situação no início dos anos 1990: há uma explosão dos títulos da dívida pública e de instrumentos financeiros pelo setor privado em relação à capacidade de cobertura em reservas e capacidade de pagamento dos segmentos privados nacionais. Esse processo de financeirização teria levado, ainda, a um sucateamento dos setores industriais de maior valor agregado construídos durante a fase de substituição de importações e à necessidade de geração de superavit comercial e de transferência de parte do setor público e privado nacional para mãos estrangeiras (Cf. MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 321.).

165 SALAMA, "A financeirização excludente", 225, nota 19.

emitir mais títulos a juros altos para se financiar, os mercados latino-americanos se tornaram atrativos ao capital especulativo. Porém, entrou-se em um círculo vicioso: a alta taxa de juros (para segurar o capital nos países) se mantinha (o que é particularmente danoso durante as crises, pois aprofunda a recessão) e seguia limitando de modo geral o investimento direto e alimentando a financeirização. A abertura teve o efeito de reconfigurar a indústria, diminuindo seu peso na economia em relação à agricultura e exploração de matérias-primas[166] e modernizando o que permaneceu, através da importação de tecnologia e reorganização dos processos produtivos. Não surpreende, assim, que as taxas de investimento e de crescimento tenham ficado longe do que fora nos anos 1970[167]. A adoção da organização flexível e de sua "caricatura"[168] (mistura de formas antigas e modernas de extração de mais-valia absoluta) estimula o desemprego e amplia a economia informal, aumentando a exclusão e a pobreza.

Na segunda metade dos anos 1990 verificaram-se algumas inflexões, como, por exemplo, o aumento significativo do peso do IED, que cresceu de forma geral na América Latina (e multiplicou-se por dez no Brasil em uma década[169]). Em que pese o fato de boa parte desse crescimento se dever a investimentos em ações e empréstimos entre empresas (e não criação de capacidade nova), os investimentos em carteira foram relegados a segundo plano (embora permanecendo importantes). Alguns ganhos de produtividade também foram obtidos, levando Martins a afirmar que, a partir desse período, a financeirização "dá sinais de esgotamento" na região e se inicia uma "fase de acumulação produtiva"[170].

Esse movimento, porém, não se concretizou (especialmente no caso do Brasil). Sobre as razões relevantes para isso, cabe dizer que a ascenção da China a grande centro industrial do capitalismo mundial (que se consolidaria e se intensificaria na primeira década do século XXI) certamente teve seu papel. Essa mudança estrutural na divisão internacional do trabalho e na geopolítica mundial alterou drasticamente a posição da América Latina, minando as condições que impulsionaram a industrialização da região na segunda metade do século XX. Se, de um lado, a financeirização inibe o investimento produtivo, contribuindo para enfraquecer a indústria, de outro, a desindustrialização intensificada pela concorrência chinesa é mais um fator que estimula a migração do capital para os circuitos financeiros – tornando as burguesias internas da América

166 Houve, portanto, um processo de desindustrialização. No Brasil, especificamente, o crescimento nos anos 1990 foi ainda menor do que durante a 'década perdida' (Cf. VERNENGO, "Belindia Goes to Washington: The Brazilian Economy after the Reforms".). Nos anos 2000, o padrão se manteve em grande medida devido ao 'efeito China' (elevada demanda por *commodities*) e à "doença holandesa".

167 Essa não foi uma especificidade da América Latina, embora ela tenha adquirido contornos próprios nessa região. Nos países centrais também se verificaram taxas de crescimento inferiores aos '30 Anos Dourados' do pós-guerra, devido à crise de sobreacumulação do capital.

168 SALAMA, "A financeirização excludente", 247.

169 Cf. SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 218.

170 MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 321.

Latina ‘grandes importadoras’ ou rentistas, e transformando as economias nacionais em plataformas de valorização financeira.

A dinâmica que veio se impondo com a financeirização da economia, portanto, não se alterou. Houve, inclusive, deterioração dos termos de troca da periferia em relação ao centro, de modo que, apesar dos ganhos obtidos no comércio exterior nesse período, parte substancial do excedente econômico da periferia foi ‘exportada’[171], reforçando o imperialismo e o poder da classe capitalista do centro. Além disso, em decorrência da liberalização e do aumento do IED, um novo e importante elemento se soma aos fluxos de capital que deixam os países da América Latina: a remessa de lucros para pagamento de dividendos a acionistas estrangeiros – que, no Brasil, atingia cerca de um terço do valor correspondente aos juros da dívida[172]. Dada a situação da região, as saídas de capital a título de reembolso da dívida, juros, dividendos e *royalties* precisavam ser financiados via empréstimos do FMI. Isso acarretou mais pressão por liberalização, levando a maior instabilidade econômica e enfraquecimento do crescimento[173]. Essa desaceleração econômica ocorreu devido a dois fatores adversos principais: o fato do IED não ser suficiente para compensar os deficit em transações correntes e a instabilidade do contexto internacional (crises recorrentes do novo regime de acumulação)[174].

Em termos de política econômica, a taxa de juros se tornou uma variável-chave a partir da liberalização, pois a manutenção de patamares elevados é uma condição necessária (embora não suficiente) para atrair capitais. No entanto, a contrapartida não é anódina: eleva o custo dos empréstimos e o deficit orçamentário, bem como pode aumentar a vulnerabilidade dos bancos (que acabam se descuidando nas exigências de concessão de crédito). Além disso, as empresas reduzem o investimento devido ao alto custo do financiamento e à arbitragem com os títulos públicos. Segue-se então um processo cumulativo vicioso: os juros altos agravam as dificuldades orçamentárias e aprofundam a recessão, mas isso conduz a novas altas e a uma desvalorização do câmbio. Salama e Camara sintetizam, assim, que “a lógica financeira dos modos de inserção pela finança na

171 Cf. KAY, “Teorias estruturalistas e teoria da dependência na era da globalização neoliberal”, 370. Comparativamente à Ásia, o deficit comercial da América Latina de forma geral apoiou-se em transferências financeiras muito mais elevadas, fragilizando sua posição externa (Cf. MEDEIROS, “Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina”, 281.)

172 Cf. SALAMA e CAMARA, “A inserção diferenciada (...)”, 217.

173 Martins explica que, nos anos 1990, houve uma mudança em toda a “arquitetura macroeconômica” da América Latina. A remoção da estrutura protecionista, a liberalização comercial e financeira e a fixação/valorização do câmbio criaram uma situação insustentável que transformou superavit comercial em deficit. Com as crises de alguns países da região, o câmbio fixo precisou ser substituído pelo flutuante, que se tornou dominante no restante da década (Cf. MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 314.).

174 A participação do mercado mundial nas oscilações cíclicas da América Latina aumentou progressivamente. O peso do comércio exterior, por exemplo, passou de 24,7% do PIB em 1990, para 44,4% em 2000. Porém, a participação das exportações da região na economia mundial se elevou pouco, mostrando seu empobrecimento relativo (Cf. MARTINS, 314.)

economia-mundo dá ao crescimento um perfil de 'montanha-russa'"[175], com consequências sociais consideráveis[176].

O que foi exposto acima está em consonância com as conclusões de Martins[177] de que o resultado do neoliberalismo na América Latina entre a década de 1980 e 2002 foi a desarticulação da arquitetura do crescimento e a intensificação da periferização e da desigualdade em um contexto de maior influência do mercado mundial. O crescimento foi baixo, sobretudo se comparado ao período anterior, houve desnacionalização e destruição dos setores de maior valor agregado do aparelho produtivo e aprofundou-se a deterioração ecológica. Acrescente-se a isso, a tendência ao aprofundamento da superexploração da força de trabalho a partir da segunda metade da década de 1990[178].

A liberalização comercial – que entre outras coisas elevou o desemprego pela introdução de tecnologia importada – reforçou o exército industrial de reserva, pressionando, assim, por redução de salários e intensificação do trabalho – uma vez que não houve aumento significativo da qualificação. Assim, no modelo neoliberal de desenvolvimento da América Latina, uma parte da indústria de cada país se vinculou ao mercado internacional, em detrimento daquela voltada para o mercado interno (como no modelo de substituição de importações). As indústrias de bens de capital foram sucateadas, estimulando o recurso à superexploração do trabalho para equilibrar a balança de pagamentos[179] e produzindo deficit comercial (que dificulta ainda mais o financiamento da saída de capitais, uma tendência histórica da região).

Por outro lado, quanto à primeira década do século XXI, Martins apresenta três

175 SALAMA e CAMARA, "A inserção diferenciada (...)", 221.

176 No mesmo sentido do diagnóstico apresentado até aqui, Tavares e Melin resumem e explicam que:

> "A América Latina, ao retomar sua capacidade de endividamento externo a partir do início dos anos 90, o faz sob a égide de movimentos de capitais financeiros voláteis, atraídos pelo elevado diferencial de seus juros internos relativamente às taxas internacionais. Sem dispor do raio de manobra dos NICs [sigla em inglês para 'países recentemente industrializados'] orientais em função de sua inserção absoluta na esfera de influência dos EUA – com quem, ademais, não mantém (com a possível exceção do Chile) as complementaridades e sinergias que caracterizam o espaço econômico asiático – a América Latina torna-se um exemplo nítido dos malefícios de uma inserção subordinada no processo de globalização, sofrendo perdas de competitividade, reversão de seu processo de industrialização, exacerbação das mazelas sociais e crescente dependência dos fluxos de capital externo para evitar a *débacle* cambial.
>
> De fato, pode-se afirmar, à guisa de resumo, que as recentes políticas de globalização têm três desdobramentos espaciais importantes, a saber: a transnacionalização do próprio espaço econômico norte-americano; a transnacionalização da Ásia; e a submissão ou liquidação das economias periféricas endividadas depois da crise das dívidas externas de 1980-82" (TAVARES e MELIN, "Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana", 78.). Sobre esses três desdobramentos, cabe ressaltar, quanto às empresas transnacionais naquele período, que "seus movimentos de capital são primordialmente direcionados aos países com sistemas monetário-financeiros e industriais mais sólidos (…) Designam, preferencialmente, aos demais – os 'periféricos' – a função de mercados para seus *tradables* e de circuitos atraentes para valorização financeira e patrimonial" (BRAGA, "Financeirização global", 222.)

177 Cf. MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 315.

178 Cf. MARTINS, 310.

179 Os governos "impulsionavam amplamente a superexploração do trabalho, compensando os efeitos negativos da abertura comercial para a obtenção dos saldos necessários ao financiamento dos déficits em conta corrente" (MARTINS, 317.).

contratendências que suavizaram o recurso à superexploração e reduziram a pobreza na América Latina: a reversão da deterioração dos termos de troca com o centro a partir de 2003, em função do aumento de preço das *commodities* ocasionado pela demanda chinesa; as remessas em dinheiro dos migrantes a partir dos EUA e Europa (não tão relevante para o Brasil); e a ascensão de forças de "esquerda e centro-esquerda" aos governos de Estados da América Latina, que melhoraram a capacidade de consumo dos setores populares (embora mantendo fundamentos da economia política neoliberal)[180]. Contudo, o autor ressalta acertadamente que "há fortes indícios que a sustentabilidade deles [processos de redução da superexploração e da pobreza] é limitada"[181]. De fato, a crise financeira de 2008 impulsionou certos processos: desaceleração do crescimento chinês e consequente queda dos lucros com produtos primários e deterioração dos termos de troca; recessão mundial, sobretudo na Europa, com o aumento do desemprego e queda das remessas vindas do exterior (embora tenha havido uma recuperação do patamar de 2008 em 2015)[182]; e ascensão de governos francamente neoliberais, como na Argentina (Mauricio Macri) e no Brasil (Michel Temer), que colocaram em xeque as políticas sociais adotadas pelos governos anteriores.

Desse modo, constata-se que a retomada do crescimento e o estancamento relativo da periferização na América Latina a partir de 2003 basearam-se em fundamentos instáveis. Dentre eles, a manutenção do peso da acumulação financeira (que restringiu o investimento produtivo mesmo durante uma fase cíclica ascendente), o crescimento do Investimento Estrangeiro em Carteira (mais volátil que o IED)[183], a reprimarização das exportações e a persistência do câmbio flutuante. Ao contrário da "crise do neoliberalismo" anunciada por Martins, ele não sai, portanto, de cena, apesar da mudança no contexto político. As exportações de manufaturados caem e as de produtos primários aumentam, bem como permanece a centralidade do setor financeiro. A manutenção desta é, contudo, colocada pelo autor na conta da "vinculação das burguesias da região à liderança hegemônica estadunidense em decadência"[184], o que é uma simplificação da questão. Deixando de lado as incertezas sobre a situação da hegemonia dos EUA, evidentemente o fator político (interesses de uma classe ou fração de classe) tem grande responsabilidade na força das finanças e precisa ser bem analisado. Contudo, viu-se anteriormente que a financeirização é um processo global, fruto de contradições estruturais do capitalismo – que, na América Latina, se

180 "A expansão econômica da América Latina a partir de 2003 apresentou pela primeira vez desde 1980 crescimento econômico per capita equivalente à economia mundial" (MARTINS, 322.). Ressalte-se, porém, que Brasil e México tiveram desempenhos bem menores que a média.

181 MARTINS, 311–12.

182 Era de US$ 64 bilhões em 2008, caiu para US$ 55 bilhões em 2009 e voltou ao patamar de 2008 em 2015. Ver dados sobre o balanço de transferências correntes da América Latina em CEPAL, "CEPALSTAT Estadísticas e Indicadores".

183 Segundo Chesnais, os fluxos brutos de capital para os "mercados emergentes" cresceu cinco vezes a partir do início dos anos 2000, o investimento em carteira tendo se tornado "particularmente importante" (CHESNAIS, Finance Capital Today, 253.).

184 MARTINS, Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina, 335.

somam às necessidades de financiamento e de equilíbrio da balança de pagamentos de países inseridos de forma subordinada no sistema mundial. Portanto, há pressões mais profundas sobre o funcionamento da economia, e as duas dimensões do problema precisam ser articuladas, preferencialmente caso a caso, a fim de se obter um quadro mais acurado da situação.

Nesse sentido, e dado que o Brasil se destaca na região por ser uma das maiores economias do mundo e possuir mercados financeiros importantes, passa-se agora à análise mais aprofundada de sua situação nos anos 2003-2010.

PARTE II – FINANCEIRIZAÇÃO NO PERÍODO LULA

CAPÍTULO 4 – VELHOS CONHECIDOS, NOVAS TENDÊNCIAS: BANCOS E BOLSA DE VALORES

Quando o assunto é financeirização, duas instituições são incontornáveis: bolsa de valores e banco. Não obstante, a financeirização, por um lado, não se confunde necessariamente com esses agentes 'antigos' (surgidos há séculos), pois justamente a existência destes não se limita a momentos em que há financeirização. Capital fictício, crédito e atividades financeiras em geral fazem parte do funcionamento regular do capitalismo, conforme se depreende da obra de Marx. Assim, a financeirização está associada a uma situação em que esses elementos adquirem volume e importância específicos na economia e na sociedade em geral. Por outro lado, a financeirização tampouco se restringe à bolsa de valores e aos bancos, na medida em que envolve outros agentes relativamente 'novos' – seja por terem surgido mais recentemente, seja porque seu papel no funcionamento do capitalismo só tenha ganhado relevância há algumas décadas. Os principais deles em âmbito mundial são os fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras – comumente designados como "investidores institucionais". Conforme apontado por Chesnais, sua ascensão significou a centralização, sob seu poder, de trilhões de dólares, implicando transformações em vários âmbitos do capitalismo, tais como nos próprios bancos, na gestão das empresas (ver Capítulo 6) e na poupança dos trabalhadores.

O desenvolvimento da financeirização levou ainda à criação ou impulso de 'novíssimos' agentes (ou modalidades dos já existentes), alguns dos quais adquiriram proeminência no cenário mundial. Os bancos de investimento, por exemplo, tornaram-se peças fundamentais nos vultosos processos de fusão e aquisição de empresas das 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*). Embora estes viessem crescendo, como os fundos de investimento em geral, desde os anos 1980, eram mais concentrados nos EUA e tiveram um pico mais pronunciado somente no início dos anos 2000, com a bolha das "empresas ponto com". Por fim, há modalidades menos expressivas quantitativamente, porém relevantes do ponto de vista das formas de financiamento atuais: os fundos patrimoniais[185], por exemplo, têm sido cada vez mais empregados para sustentar certas atividades ou instituições (sobretudo culturais), como museus, universidades e fundações.

O objetivo deste capítulo e do próximo é, portanto, analisar a situação dos principais agentes financeiros no período abrangido por este trabalho, de modo a fornecer um panorama sobre o

185 Constitui-se um fundo a partir de um aporte inicial de recursos e eventuais aportes periódicos. Os rendimentos das aplicações realizadas são revertidos para o objetivo previsto de financiamento.

Brasil, sem deixar de estabelecer algumas comparações com a evolução internacional. Primeiramente, serão abordados os agentes ‘antigos’, para então se analisarem mais detidamente os ‘novos’ – com destaque para os fundos de investimento e de pensão, por serem os mais relevantes em termos de ativos controlados e terem tido uma rápida evolução nas últimas décadas, e por haver mais dados disponíveis sobre eles.

Bolsa de valores

Atualmente há apenas uma grande bolsa de valores de fato em funcionamento no Brasil[186], 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[187]). Ela é a maior da América Latina, bastante à frente da mexicana (segunda colocada), e uma das maiores do mundo[188]. A Bolsa de Valores de São Paulo surgiu no final do século XIX e, nos anos 1960, ainda havia 27 bolsas atuantes no Brasil (uma por estado). Em meados da década, elas deixaram de ser controladas pelos governos estaduais e se tornaram entidades civis. A bolsa paulista ganhou então o nome de Bovespa (em 1967), pelo qual ficou conhecida durante muito tempo. Nos anos 1970, a Bovespa começou a adquirir importância em relação à Bolsa do Rio de Janeiro e a superou em 1989, após a quebra desta[189]. Nos anos 1990, são implantadas novas tecnologias, facilitando operações 24 horas e, assim, a participação de investidores internacionais.

A partir do ano 2000, quando ocorreu a integração das nove bolsas restantes no Brasil à Bovespa, iniciou-se um processo rápido de transformações operacionais e institucionais desta, bem como de centralização das atividades em São Paulo. A Bolsa do Rio conservou apenas a negociação eletrônica de títulos públicos, ainda assim não por muito tempo, pois em 2002 é incorporada pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Esta surgira em 1991, a partir da fusão entre a Bolsa Mercantil de Futuros (fundada em 1985 e que já usava a sigla BM&F) e a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (criada em 1917). Seis anos depois, em 1997, a Bolsa Brasileira de Futuros (localizada no Rio de Janeiro e fundada em 1983) fechou um acordo com a BM&F para a união de suas operações.

Ainda em 2000, houve a criação dos segmentos de governança corporativa (Novo Mercado,

186 Ainda existe uma série de bolsas regionais no país, mas que 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.

187 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). Ela 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.

188 Ver p.50.

189 O episódio ficou famoso pela suspeita de que tenha sido desencadeado pelas volumosas (e fraudulentas) operações do investidor Naji Nahas.

N1 e N2) para classificar as empresas cotadas na Bovespa. Em 2005, o pregão viva-voz foi extinto e, dois anos depois, a Bovespa abriu seu capital através de uma IPO (*Initial Public Offering*). Em 2008, ocorre a fusão com a BM&F e o nome da bolsa paulista (agora já podendo ser definitivamente considerada 'a' bolsa brasileira) passa a ser "BM&FBOVESPA SA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros". Já figurando entre as maiores bolsas do mundo, a BM&FBOVESPA ampliou ainda mais seu escopo a partir de março de 2017, quando se fundiu com a CETIP e passou a se chamar "B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão", ocupando a posição de quinta maior bolsa do mundo em valor de mercado[190]. Embora a B3 não possua um controlador majoritário – mais de 70% das ações estão pulverizadas no mercado –, entre seus principais acionistas estão investidores estrangeiros. O maior deles, com quase 10% de participação, é a empresa estadunidense de serviços financeiros Capital World Investors, seguido dos fundos da Oppenheimer e da Blackrock, e da singapurense GIC Private Limited[191].

Essas rápidas e importantes transformações relativas à bolsa brasileira a partir dos anos 2000 não foram por acaso, mas coroaram o processo de ascensão da cidade de São Paulo a centro financeiro inconteste do Brasil, ocorrido ao longo das últimas décadas, quando passou a abrigar as sedes de grande parte das principais instituições financeiras. O impacto na economia é visível na paisagem urbana, através da especulação imobiliária e do famoso complexo de arranha-céus do eixo Faria Lima-Berrini[192], atual núcleo das finanças na cidade (ao lado da simbólica Avenida Paulista). Esse movimento acompanhou a evolução da financeirização no país: o aumento das operações do mercado financeiro em geral, da entrada de capital estrangeiro e da participação dos investidores institucionais, por exemplo. Como mostra o Gráfico 1, entre 2003 e 2008 houve um *boom* no mercado de ações brasileiro, elevando consideravelmente o preço dos títulos em circulação em um curto espaço de tempo (em grande medida por processos especulativos). O crescimento é interrompido apenas pela crise mundial de 2008, mas é logo retomado. Em 2010, o nível pré-crise havia sido recuperado[193] e, no ano seguinte, a capitalização total do mercado de ações correspondia a cerca de 55% do PIB[194].

O mercado de derivativos sofre igualmente uma forte expansão e se consolida como um dos segmentos fundamentais da B3. Embora criados há muito tempo, os derivativos – um conjunto bastante variado de contratos financeiros baseados em preços futuros de determinado ativo, do qual

190 Cf. ALVES, "B3, ex-BM&FBovespa/Cetip, nasce como 5a maior bolsa do mundo".
191 Cf. "B3 - Estrutura Acionária" (em 16/5/2018).
192 Para mais detalhes sobre a articulação entre especulação imobiliária e capital de aplicação financeira nessa região, ver FIX, "Uma ponte para a especulação".
193 Apesar de uma trajetória descendente entre 2011 e 2016 devido à perda de dinamismo da economia, no início de 2017 a bolsa já havia superado o pico do início de 2008.
194 Cf. PARK, "Brazil's Capital Market", 4.

são ‘derivados’[195] – só aumentaram de forma exponencial no mundo a partir dos anos 1990. A razão imediata principal foi a extensão de seu escopo aos próprios índices financeiros desde os anos 1970, como juros e câmbio (responsáveis pela quase totalidade dos contratos de balcão atualmente[196] – ou seja, aqueles firmados diretamente entre os agentes, fora da bolsa. Com efeito, a desregulamentação financeira implementada no plano mundial nesse período deu origem à grande instabilidade macroeconômica dos países, vigente até hoje, o que levou as empresas a recorrerem cada vez mais aos derivativos financeiros como forma de proteção de suas operações (e, consequentemente, também de especulação)[197].

Gráfico 1

A concomitante transnacionalização crescente das grandes empresas, atuando em diferentes

195 Trata-se de uma gama bastante variada: os ativos podem ser tanto mercadorias quanto índices financeiros, e o contrato pode envolver uma ‘troca’ de rentabilidade entre determinados ativos.

196 Cf. “BIS - About Derivatives Statistics”.

197 Uma das funções originais dos derivativos é a de “*hedge*”, ou seja, de proteção (contra grandes flutuações de preços). Foi assim que surgiram os contratos futuros, ligados a produtos agrícolas. Atualmente, empresas importadoras e exportadoras celebram contratos de derivativos de câmbio para estabilizar suas transações, por exemplo. A ausência dessa prática tornou-se perigosa, como mostra o prejuízo de R$295 milhões da Oi no terceiro trimestre de 2008 por não ter esse tipo de cobertura quando o real se desvalorizou rapidamente. No entanto, como mostram os exemplos de Sadia, Aracruz, Votorantim (a serem abordados no Capítulo 6), a especulação, que sempre existiu, ampliou-se e as empresas têm recorrido aos derivativos em proporções que superam largamente suas necessidades de *hedge*. Portanto, há uma poderosa contradição envolvendo os derivativos: eles se proliferaram em resposta à instabilidade macroeconômica dos países, mas a enorme especulação propiciada pelo desenvolvimento desse mercado reforça tais instabilidades. Em momentos de problemas mais agudos, as empresas ficam significativamente vulneráveis (inclusive à falência), o que, por sua vez, possui repercussões macroeconômicas negativas, como, por exemplo, volatilidade adicional do câmbio (e de outros ativos subjacentes a derivativos) e redução do crédito na economia, devido à desconfiança em relação às empresas (Cf. FARHI e BORGHI, “Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes”, 181.).

países e mercados, também levou ao uso de derivativos para minimizar seus riscos operacionais. Os investidores institucionais (incluindo fundos de pensão), por sua vez, também não ficaram de fora, adicionando os derivativos a seus portfólios em busca de maior rentabilidade, sobretudo a partir dos anos 2000. Não obstante, a razão subjacente ao desenvolvimento dos derivativos é a sobreacumulação de capital, que estimulou progressivamente a canalização de recursos 'ociosos' para esse mercado, devido à sua 'elasticidade' e relativa falta de regulamentação, mas também à possibilidade de vultosos ganhos especulativos no curto prazo e a baixo custo (porém com alto risco)[198]. Evidentemente, o desenvolvimento tecnológico do período também teve um papel importante, ao ampliar o alcance e a velocidade das operações.

As transações com derivativos, contudo, não são de fácil mensuração. Além dos diversos tipos de produtos derivados, eles podem ser negociados em bolsa ou em balcão. O que se deve medir também não é consensual, pois há, por exemplo, o chamado "valor nocional" (valor total dos contratos, em geral muito superior à economia 'real') e o "valor de mercado bruto" ("a perda máxima que os participantes do mercado podem ter se todas as contrapartes deixarem de cumprir seus pagamentos contratuais e os contratos forem substituídos a preços de mercado na data em questão"[199]). Desse modo, é mais prudente analisar as tendências e proporções do que fetichizar os dados, prendendo-se aos números absolutos.

Conforme dados da B3[200], entre 1996 e 2002, houve um aumento real de 128% no volume negociado de derivativos no Brasil. De 2002 a 2010, o salto foi de 237%, atravessando grandes oscilações, tais como um aumento de 79% em 2007 (imediato pré-crise financeira mundial), uma retração de 21% e 17% em 2008 e 2009, respectivamente (efeito da crise) e novo aumento de 55% no próprio ano de 2010, acusando uma recuperação. Esse aumento se deu na mesma proporção da evolução mundial dos derivativos, mas significou uma ampliação da participação do Brasil no volume mundial devido à valorização do real: passou de 4,3% em 2002 para 6,9% em 2010.

Quanto à presença de capital estrangeiro, há forte crescimento nos anos 2000: o estoque de Investimento Estrangeiro em Carteira[201] passou de US$15,5 bilhões em 2001 para US$101,6 bilhões

198 Norfield argumenta que os "derivativos são um desenvolvimento natural dos mercados capitalistas, e a especulação é inevitável" (NORFIELD, "Derivatives and Capitalist Markets", 104.), e que eles são função dos problemas de acumulação do capital (embora não sejam a fonte deles), constituindo-se em uma das ferramentas do capital para tentar superar a baixa lucratividade.

199 "Introduction to BIS Statistics", seç. "growth and liquidity of derivative markets".

200 Cálculos a partir dos dados tirados de "BM&F - Dados Históricos – Derivativos - Resumo estatístico do pregão"; "BIS Statistics". Uma publicação de 2015 da CVM em conjunto com a BM&FBOVESPA, apresenta dados diferentes (infelizmente apenas a partir de 2006), mas que corroboram a expansão do mercado de derivativos no Brasil, inclusive em relação ao total mundial (Cf. CVM, Mercado de derivativos no Brasil, 21–22.).

201 O IEC inclui basicamente títulos de renda fixa e ações, embora possua parcelas, muito pequenas, de derivativos, debêntures e "outros". Em termos de recebimento de Investimento Externo Direto, o Brasil é um dos primeiros colocados em âmbito mundial, ocupando a sexta posição em 2014 (Cf. "O Brasil é o 6o país que mais recebe investimento estrangeiro".). O estoque de IED passa de cerca de US$150 bilhões em 2003 para quase US$400 bilhões em 2010.

já em 2006, e alcançou US$380,1 bilhões em 2010[202]. Dados[203] específicos sobre a bolsa (Tabelas 1.1 e 1.2) também mostram um aumento da participação de "não-residentes" no volume do "Segmento BM&F" (derivativos): de 9,8% em 2004 (primeiro ano com informação disponivel) para 16,3% em 2010 (atingindo um pico de 41,9% em 2014). No mercado acionário, a participação de "estrangeiros" no volume financeiro do "Segmento Bovespa" (mercado à vista) também se elevou e passou a rivalizar com o de investidores institucionais (e a superá-lo a partir de 2011), saltando de 22% em 2000 para 33% em 2010 (e atingindo um pico de 53,7% em 2014)[204]. Essa evolução, vale notar, foi mais expressiva do que nos demais BRICs[205]. A obtenção do "grau de investimento" pelo Brasil no início de 2008 contribuiu de modo decisivo para esse cenário, na medida em que estimulou – e em alguns casos permitiu – a atuação de investidores estrangeiros (especialmente investidores institucionais), e a bolsa bateu recordes sucessivos de pontos nos meses subsequentes.

Ocorreu igualmente a elevação da participação dos investidores institucionais na bolsa[206], outro fenômeno associado à financeirização: no volume do "Segmento Bovespa" (ações), eles detinham 16,5% dos títulos em 2002, 27,6% já em 2003, chegando-se a 34,3% em 2010. No volume do "Segmento BM&F" (derivativos), a participação se eleva de 24,5% em 2004 para 33,6% em 2010. Quanto à participação das empresas não-financeiras, há oscilações entre 2002 e 2010, mas começa e termina o período no patamar de 3%. Já no mercado de derivativos, a proporção das empresas não-financeiras mais que dobra entre 2004 e 2008, diminuindo paulatinamente a partir de então. No entanto, ela também é ínfima, com pico de 4% em 2006, o que sugere baixo grau de *hedge* de operações comerciais, pelo menos entre os derivativos negociados em bolsa (maioria)[207].

Outro aspecto relevante é que o mercado acionário brasileiro continuou se concentrando, permitindo um maior controle das cotações por parte de grandes agentes. Apesar da elevação significativa das *IPO*s[208] (emissões primárias de ações) no período, o volume das OPAs (Ofertas

202 Cf. CVM, "Investimento Estrangeiro em Carteira", seç. Valor Investimentos-anual.

203 Cf. "B3 - Relações com Investidores", pt. "Banco de Dados", planilhas "BOV_Part Inv Vol Fin" e "BMEF_Tipo Inv".

204 Nas IPOs (emissões primárias de ações), os estrangeiros representaram 69% em 2011 (Cf. PARK, "Brazil's Capital Market", fig. 5.)

205 Cf. PARK, fig. 6.

206 Talvez por isso – em razão do aumento do volume das negociações e acirramento da competição por esses clientes que isso implica –, mas também pela automatização dos processos, as taxas e comissões para *trading* de ações caiu pela metade no Brasil entre 2000 e 2013 (Cf. IMF, "Global Financial Stability Report", 73.).

207 Diferentemente do mercado internacional, a maior parte dos derivativos no Brasil são negociados em bolsa (cerca de 2/3 do mercado). Os participantes mais importantes são as empresas financeiras, com um pico de 57% em 2004, mas sofrendo uma redução para 46% em 2010. Isso sugere alto grau de *hedge* de operações puramente financeiras ou, possivelmente, especulação.

208 Como o próprio Lula afirmou para exemplificar como seu governo foi bom para o mercado: "'antes de eu chegar o país tinha quatro IPOs. No meu governo foram 150'" (AGOSTINE, "Lula diz que vai valorizar o mínimo e defende federalizar ensino médio (Entrevista coletiva)".). Isso vale igualmente para o período posterior: em sete anos (2004-2010), foram 126 IPOs no Brasil (com pico em 2006 e 2007), contra 35 nos sete anos seguintes (2011-2017), o que representou um volume de R$123 bilhões e R$51 bilhões respectivamente. Incluindo-se as emissões primárias de empresas já cotadas na bolsa ("*follow-on*"), as cifras se elevam a R$265 bilhões (dos quais R$120 bilhões só da Petrobras em 2010) e R$92 bilhões respectivamente. Nos 14 anos em questão, há clara predominância de

Públicas de Ações) para cancelamento de registro (fechamento de capital) e das fusões e aquisições fez com que o número de empresas listadas continuasse a decrescer paulatinamente: de 399 em 2002 para 381 em 2010 (tendo sido de 544 em 1994). Em fevereiro de 2018, eram apenas 350[209], das quais oito correspondiam à metade da capitalização de mercado total[210]. Na mesma data[211], menos de 70 empresas compunham o Ibovespa[212], sendo mais da metade deste constituída da cotação de apenas cinco delas: Itaú-Unibanco e Itaúsa (11,5% e 3,8%, respectivamente), Petrobras (10,8%), Vale (9,6%), Bradesco (8,5%) e Ambev (7%). Cabe observar ainda que aproximadamente 35% da composição total do Ibovespa correspondia a empresas de "serviços financeiros e intermediários financeiros"[213] e que dentre as oito empresas com maior capitalização de mercado na bolsa, cinco eram bancos (mais de 25% do total).

Tabela 1.1 – Participação de investidores, por tipo, no volume financeiro (Segmento Bovespa)

	Pes. Físicas	Institucionais	Estrangeiros	Empresas	Inst. Financ.	Outros
2002	21,9%	16,5%	26,0%	3,3%	32,1%	0,2%
2003	26,2%	27,6%	24,1%	3,7%	18,0%	0,4%
2004	24,5%	29,6%	27,0%	3,9%	14,5%	0,4%
2005	23,0%	27,9%	33,2%	2,2%	12,6%	1,2%
2006	23,9%	27,4%	34,1%	2,0%	12,6%	0,1%
2007	21,7%	31,2%	35,2%	2,0%	9,8%	0,1%
2008	29,5%	23,8%	36,2%	4,1%	6,2%	0,2%
2009	26,5%	29,2%	31,6%	2,2%	10,4%	0,1%
2010	20,5%	34,3%	33,0%	2,9%	9,3%	0,1%

Fonte: B3 – Relações com Investidores, planilha BOV_Part Inv Vol Fin. (elaboração própria).

Os dados apresentados até aqui já mostram a evolução sustentada (e concentrada) da bolsa no Brasil durante o período Lula. Isso se deve não só ao cenário internacional e a iniciativas do setor privado, mas a medidas governamentais, parte das quais são tratadas no Capítulo 7. Como resume Park, referindo-se ao mercado de capitais brasileiro como um todo:

> Ao longo da última década, o Brasil obteve progresso substancial no desenvolvimento do mercado de capitais. O menu dos instrumentos financeiros disponíveis expandiu-se, a

investidores estrangeiros nessas operações, seguidos dos investidores institucionais (Cf. "BM&F - Ofertas públicas".)

209 Cf. "B3 - Relações com Investidores", pt. "Banco de Dados", planilhas "Valor de mercado".

210 Em 2011, dez empresas detinham essa participação (Cf. PARK, "Brazil's Capital Market", 5.). O processo de concentração foi, portanto, contínuo.

211 Utilizam-se os dados de 2018, pois os de anos anteriores não ficam disponíveis no site da B3. Em relação a informações apresentadas no texto citado de Park, a concentração continuou a aumentar, mas já era bastante alta.

212 Trata-se do principal indicador de desempenho das ações negociadas na bolsa brasileira, criado em 1968: "Reavaliado a cada quatro meses, o índice é resultado de uma carteira teórica de ativos. É composto pelas ações e units de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios descritos na sua metodologia, correspondendo a cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro do nosso mercado de capitais" (Cf. "Ibovespa | B3".)

213 Cf. "Índice Ibovespa - Ibovespa - Composição da carteira".

> infraestrutura de mercado foi reformada e fortalecida, e uma base de investidores diversificada foi construída. Essa foi uma agenda de alta prioridade para os governos e as reformas foram introduzidas em cooperação estreita com os participantes do mercado[214]

Tabela 1.2 – Participação de investidores, por tipo, no volume financeiro (Segmento BM&F)

	Banco Central	Institucionais	Não residentes	Pessoa física	PJ financeira	PJ não-financeira
2002	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
2003	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
2004	0,0%	24,5%	9,8%	6,6%	57,4%	1,6%
2005	0,5%	22,7%	14,8%	4,9%	54,9%	2,3%
2006	0,0%	25,7%	14,8%	7,9%	47,5%	4,0%
2007	0,1%	25,3%	18,0%	7,3%	46,9%	2,4%
2008	0,3%	20,1%	19,8%	7,8%	48,2%	3,8%
2009	0,0%	25,0%	22,6%	4,5%	46,1%	1,9%
2010	0,0%	33,6%	16,3%	2,8%	45,7%	1,6%

Fonte: B3 – Relações com Investidores, planilha BMEF_Tipo Inv. (elaboração própria).

O que foi aqui apresentado revela ainda a ampliação da participação estrangeira e de investidores institucionais nos mercados financeiros domésticos, bem como sugerem o uso especulativo de derivativos por empresas não-financeiras antes da crise. Além disso, constata-se o peso que o setor bancário possui no mercado acionário brasileiro e de algumas implicações disso. Se, a princípio, a bolsa deveria mobilizar recursos para fomentar a produção das empresas e, por consequência, o desenvolvimento econômico, parte expressiva desse montante é canalizada para sustentar instituições financeiras, ou seja, atividades a rigor "improdutivas"[215].

Mesmo se não fosse assim, é preciso ressaltar, para finalizar, que o mercado secundário de ações não financia diretamente as empresas. Apenas as emissões primárias o fazem, e, no Brasil, elas foram pequenas em relação ao total do volume na bolsa[216]. Ao mercado secundário cabe garantir a liquidez necessária aos títulos e "precificá-los", segundo o jargão. Por isso, embora o preço das ações condicione as emissões primárias futuras, a variação das cotações devido à especulação não deixa as empresas diretamente mais ou menos ricas, mas apenas os possuidores dos títulos:

> Analisando o mercado de ações dos Estados Unidos, Kelly constata que a imagem das empresas se capitalizarem por meio da venda de ações é uma bobagem, pois o processo é

214 PARK, "Brazil's Capital Market", 18.

215 Esse termo é controverso e costuma ser mal interpretado. Para Marx, 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 essencial para a reprodução do capital ou para a vida social. Assim, a noção de produtivo/improdutivo refere-se à geração de valor, não à utilidade/inutilidade do resultado. Os trabalhos de contabilidade, vigilância, intermediação financeira, etc. são, assim, tidos como improdutivos pelo autor (Cf. GORENDER, "Apresentação do Capital de Marx", 39–40; Cf. MARX, O capital, Livro II, vol. III, cap. VI.)

216 Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 232.

> marginal: 'Dólares investidos chegam às corporações apenas quando novas ações são vendidas. Em 1999, o valor de ações novas vendidas no mercado foi de 106 bilhões de dólares, enquanto o valor das ações negociado atingiu um gigantesco 20,4 trilhões. Assim que de todo o volume de ações girando em Wall Street, menos de 1% chegou às empresas. Podemos concluir que o mercado é 1% produtivo e 99% especulativo'[217].

Além disso, em um ambiente financeirizado, a proporção elevada de pagamento de dividendos e as operações de recompra de ações fazem com que o fluxo possa até se inverter, como explica Lordon:

> E a Bolsa financia as empresas? No ponto em que estamos, são sobretudo as empresas que financiam a Bolsa! Para compreender essa reviravolta inesperada é preciso não perder de vista que os fluxos financeiros entre empresas e 'investidores' têm duplo sentido e que se os segundos subscrevem emissões das primeiras, eles não deixam, simetricamente, de lhes absorver regularmente dividendos (em quantidade crescente) e, sobretudo, o *buy-back*, 'inovação' característica do capitalismo acionário pelo qual as empresas são levadas a recomprar suas próprias ações para aumentar mecanicamente o lucro por ação e, com isso, levar os valores da Bolsa (…) à alta[218].

Bancos

Como mencionado anteriormente, os bancos existem desde os primórdios do capitalismo e tiveram um papel mais ou menos relevante conforme a época. Embora o capital bancário seja uma das formas do capital fictício descritas por Marx[219], e, portanto, no seu surgimento já estejam presentes alguns pressupostos da financeirização, esta não é sinônimo de mera existência de bancos e de atividades financeiras. Para ficar na história mais recente, os 30 anos seguintes ao pós-Segunda Guerra em países centrais foram marcados por atividades bancárias e financeiras em geral bastante reguladas – e, de certa forma, orientadas para a produção industrial doméstica –, de modo que a financeirização, embora seja uma tendência imanente do capital[220], não pôde se desenvolver. Somente com a desregulamentação envolvida no processo de neoliberalização subsequente é que ela foi impulsionada. Mesmo Arrighi, que, como discutido no Capítulo 1, utiliza uma noção mais abrangente de financeirização, mostra que o capitalismo veio passando por fases alternadas de "expansão material" e de "expansão financeira"[221] desde seu início.

Por outro lado, os bancos são, de fato, os principais agentes do sistema de crédito: o fornecimento de crédito é a função precípua dos bancos comerciais, da qual, a princípio, eles tiram seus lucros – através do *spread* (diferença entre os juros cobrados pelo empréstimo e os pagos aos donos do dinheiro depositado). Esse sistema sendo fundamental para o capitalismo desenvolvido,

217 DOWBOR, "A crise financeira sem mistérios".
218 LORDON, "Fechar a Bolsa?"
219 Ver a discussão conceitual da Introdução.
220 Como afirma Marx, "no capital portador de juros, a relação-capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista" (MARX, O capital, Livro III, vol. IV, 293.), pois na forma D-D' o capital parece se acumular diretamente na forma monetária, sem passar pelas dificuldades da produção, realizando sua tendência imanente de autovalorização abstrata e infinita.
221 ARRIGHI, O longo século XX, 6.

situa-se na base do processo de constituição dos mercados e operações financeiras – e, portanto, da financeirização. Não é sem razão que, ao discutir a obra de Marx, Harvey agrupa a discussão sobre "dinheiro, crédito e finanças" em um único capítulo de *The Limits to Capital*[222].

Ao separar temporalmente os atos de compra e de venda, o crédito potencializa o funcionamento do capital, pois, além de dar emprego ao capital monetário ocioso, encurta o tempo de rotação e permite a antecipação de operações (novos investimentos, compras e vendas, etc.)[223]. Porém, pelo mesmo motivo, é também a manifestação mais elementar da possibilidade real de uma discrepância entre valores efetivamente produzidos e os 'valores' circulados pelo dinheiro, ou seja, de criação de capital fictício. Assim, o crédito permite ao capital recuperar sua mobilidade e flexibilidade (limitadas quando na forma de capital fixo imobilizado na produção), mas, em contrapartida, amplia a possibilidade de ocorrência de crises e a escala destas, justamente devido às discrepâncias que produz. Desse modo, como mostra Marx no Livro III d'*O Capital*, o crédito é uma forma de se lidar com as contradições internas do capitalismo que acaba por repô-las e reforçá-las.

Harvey define, pois, o sistema de crédito como uma "espécie de sistema nervoso central para a coordenação das atividades divergentes dos capitalistas individuais"[224], reconhecendo ainda que ele necessita de pessoas e instituições que o façam funcionar. Delineia-se, portanto, uma dimensão político-institucional da questão, já que banqueiros, financistas, operadores da bolsa, etc. formam, em algum grau, uma "classe especial dentro da burguesia (...) [que] ocupa o que parece ser o alto-comando da economia"[225]. O sistema de crédito confere ao capital portador de juros o poder de coordenação e de otimização da acumulação, o que é possível pelo fato do dinheiro representar o poder social geral. O capital monetário assim mobilizado representa 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.

Nesse sentido, os bancos se tornaram agentes vitais no capitalismo, concentrando grande poder social. O banco central, controlando o dinheiro nacional, situa-se um nível acima nessa hierarquia das instituições monetárias. A questão é que, com o processo de financeirização, "o sistema de crédito e o capital financeiro [capital de aplicação financeira] se tornaram (...) grandes trampolins de predação, fraude e roubo"[226], por um lado (vide a crise financeira mundial de 2008); e, por outro, esse poder dos bancos – e de outros agentes financeiros – se amplia, já que parte maior da riqueza socialmente produzida passa a percorrer os circuitos financeiros. Isso provoca o efeito

222 Cf. HARVEY, The Limits to Capital, cap. 9.
223 Entre outras funções, Cf. HARVEY, cap. 9.IV-V.
224 HARVEY, 270.
225 HARVEY, 272.
226 HARVEY, O novo imperialismo, 122.

autoalimentado de reforçar o interesse dos agentes financeiros em influenciar, e mesmo controlar de perto, a política econômica dos governos, dirigindo-a para seus objetivos.

Há meios mais ou menos diretos de se realizar isso. No Brasil recente, o cargo estratégico de presidente do Banco Central, por exemplo, foi frequentemente ocupado por pessoas diretamente ligadas a instituições financeiras ou formadas em instituições universitárias nas quais o pensamento econômico ortodoxo é dominante[227]. Esse foi particularmente o caso durante todo o governo Lula, com Henrique Meirelles (ex-presidente internacional do BankBoston) exercendo suas funções com bastante autonomia operacional. Do ponto de vista das relações com o exterior, o receio de fugas de capital que desestabilizem a economia também induz a uma autodisciplina quanto à condução da política econômica, evitando contrariar os interesses financeiros. Esse "estado de emergência econômico"[228], nas palavras de Leda Paulani, foi particularmente evidente nos primeiros anos do governo Lula, assunto que será retomado no Capítulo 8.

Em resumo, os bancos não se confundem inteiramente com a financeirização, mas são, evidentemente, agentes centrais desse processo, e, no Brasil especificamente, possuem um peso fundamental no funcionamento da economia e da política. Embora haja diversos tipos de empresas financeiras:

> Na prática, as principais empresas financeiras no Brasil são os conglomerados bancários, que têm abrangência nacional, e todos os tipos de empresas financeiras, desde banco comercial até empresas de gestão de recursos. O sistema bancário é bastante concentrado e com enorme participação dos bancos estatais[229]

Adicionalmente, é preciso considerar a questão da extensão da atuação dos bancos para outras atividades. Sabe-se que atualmente os grandes oligopólios globais têm atuado para além de seus setores de origem, como a Goldman Sachs, um dos maiores bancos de investimento do mundo[230]. Quanto aos bancos no Brasil, o debate se intensificou nos últimos anos, porém a apresentação de dados ou comparações internacionais é mais rara. De todo modo, muitas análises apontam na direção a seguir, de certo fortalecimento desse processo:

> Ao lado destas mudanças na atividade bancária propriamente dita, verificou-se significativo processo de diversificação patrimonial. A maior parte dos grupos que controlam os bancos passou a investir em empresas do setor produtivo, seguindo estratégias muito distintas. Em alguns casos, buscou-se adquirir grande número de participações minoritárias, mas expressivas, em empresas consolidadas e líderes do setor em que atuam. Houve casos de

227 O PT (governos Lula e primeiro governo Dilma) nomeou mais diretores do BC oriundos do setor privado (52,4% do total de nomeados para o cargo) do que o governo FHC (38,9%). Sobre o período todo dos três governantes mencionados, 61,9% dos nomeados para as diretorias ligadas à política econômica foram recrutados no setor privado, ao passo que essa proporção foi de apenas 27,8% no conjunto das demais diretorias – nas quais predomina a participação de funcionários da própria burocracia do BC (Cf. DANTAS, CODATO, e PERISSINOTTO, "Perfil dos diretores do Banco Central do Brasil nos governos Cardoso, Lula e Dilma", 12–13.).

228 PAULANI, Brasil delivery.

229 VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 68.

230 Mas também General Motors e Walmart, originários do setor industrial e comercial, respectivamente. Atualmente, esses grandes oligopólios competem em pé de igualdade, ou seja, sem hegemonia clara do setor bancário, tal como descrito por Hilferding (Cf. CHESNAIS, Finance Capital Today, 8.).

> desistência de manter empresas em setores de ponta, como a informática, enquanto outros concentraram esforços aí. Outros bancos concentram investimentos em poucas empresas de grande porte em uma área específica. Alguns compram participações ou o controle acionário para reestruturar a empresa e revendê-la em seguida, enquanto outros se voltam para articular consórcios e adquirir empresas em privatização – nos leilões realizados de 1991 a 1994, concentrados em siderurgia e química, excluindo-se as empresas adquiridas por grupos privados devido a interesse específico de complementaridade no seu próprio ramo produtivo, a maior parte das aquisições foi feita por grupos liderados por bancos.
>
> (…)
>
> Estaria sendo rompido assim o tradicional distanciamento entre bancos e indústria, apontado como um dos fatores responsáveis pelas dificuldades de financiamento da inversão produtiva no Brasil? É cedo para respostas conclusivas, mas sem dúvida estão se desenvolvendo novas formas de articulação financeira e patrimonial que colocam em moldes distintos a relação entre capital bancário e capital industrial no país[231].

O caso mais emblemático desse processo é o do Itaú: o conglomerado Itaúsa Investimentos S.A., explica Rocha, "ao lado do Banco do Brasil, foi um dos grupos financeiros brasileiros que mais buscou diversificar suas atividades para além das atividades financeiras (…) A composição dos seus ativos assemelha-se mais ao perfil dos grupos industriais do que ao perfil dos grupos financeiros"[232]. Além de ampliar sua participação no próprio setor bancário com a incorporação do Unibanco e de um esforço mais pronunciado de internacionalização de suas atividades bancárias, expandiu sua atuação para o setor de serviços (administração imobiliária, concessões rodoviárias e energia) e para as indústrias de transformação, de tecnologia da informação e química.

Por outro lado, o movimento inverso também ocorre – como o da expansão da atuação da Votorantim para o setor financeiro –, bem como instituições que não diversificaram tanto suas atividades. O Bradesco, por exemplo, manteve-se relativamente concentrado no setor financeiro. Ainda assim, além do financiamento da cultura (cinemas, centros culturais, etc.), algo comum a vários bancos e cujo interesse publicitário é evidente[233], o conglomerado possui participação significativa na Vale e em outras empresas através da Bradespar (empresa constituída justamente para esse tipo de atuação).

Ao que tudo indica, portanto, a tendência dos bancos brasileiros atuarem em outros setores econômicos não é desprezível, porém é mais modesta do que em âmbito mundial e varia razoavelmente segundo a instituição[234]. Para isso contribuiu bastante o cenário doméstico, que

231 CARVALHO, "Perda de receitas da inflação e defesa da lucratividade dos grandes bancos", 149–150.

232 ROCHA, "Grupos econômicos e capital financeiro", 100.

233 Sobre essa questão da aparência perante a sociedade, é interessante notar como o financiamento da cultura por bancos e instituições financeiras visa dar, por assim dizer, visibilidade ao invisível. Como se depreende de Marx, o capital portador de juros fica relativamente oculto atrás do capital industrial, que figura como o explorador direto da força de trabalho. No caso, trata-se então de aparecer, mas com boa imagem e de forma controlada. De modo análogo, os filmes que tratam do mundo financeiro também possuem uma função ideológica, pois costumam fazer uma crítica 'glamourizante' e colocam as finanças em evidência, exibindo seu fascinante poder de mandar e desmandar, de reconfigurar o mundo à sua maneira.

234 Segundo Lazzarini, "no Brasil, a maior parte dos grandes grupos parece se expandir em negócios relacionados, ao longo de cadeias verticais de produção ou atividades complementares ao carro-chefe", os casos de grande

garantiu boa lucratividade aos bancos e instituições financeiras nas suas atividades de origem. Como ficará claro, outros pilares importantes dos ganhos dos bancos no país, para além das tarifas e da concessão de crédito, foram os rendimentos obtidos com a inflação, durante os anos 1980, e com os juros altos sobre a dívida pública, a partir de meados dos anos 1990.

O inverso, grupos industriais e comerciais aumentarem suas atividades financeiras parece ser um movimento mais expressivo. Conforme o exposto no Capítulo 6, já nos anos 1980 o Brasil passou por um processo de financeirização devido à altíssima inflação, que modificou o funcionamento das empresas. Quanto aos bancos, parte significativa de seu lucro provinha dos chamados 'ganhos inflacionários' (ou 'imposto inflacionário', amealhado também pelo governo através do Banco Central[235]), ou seja, das receitas provindas da remuneração de certos recursos em sua posse a taxas de juros reais negativas. Esse cenário inibia a concessão de crédito às empresas ao garantir uma remuneração puramente financeira aos bancos, equivalente a 2,7% do PIB por ano, em média, na década de 1980[236].

Segundo Carlos Eduardo Carvalho, os efeitos favoráveis aos bancos foram ainda amplificados pela política macroeconômica, de modo que as consequências desestabilizadoras, comuns em ambiente de inflação alta, não só foram contra-arrestadas como "os dados referentes à lucratividade dos bancos nos últimos 15 anos [1990-2005] mostram performance invejável em relação a outros setores da economia brasileira e a países da América Latina afetados por problemas semelhantes"[237]. Segundo dados fornecidos pelo autor, a rentabilidade das instituições financeiras brasileiras ao longo da década de 1980 foi equivalente a duas a três vezes a de empresas de outros setores em quase todos os anos, o que fez a participação daquelas no PIB dobrar entre 1980 e 1988.

Contudo, com o controle da inflação através do Plano Real em 1994, os ganhos inflacionários dos bancos sofreram forte redução e praticamente foram eliminados em 1995, quando passaram a equivaler a apenas 0,1% do PIB e a 1,6% do valor da produção bancária imputada

diversificação, como o do Itaú, da Votorantim e da Odebrecht, não sendo tão frequentes (LAZZARINI, Capitalismo de laços, 64.). Por outro lado, na tabela apresentada pelo autor, o Bradesco figura como atuando apenas no setor "financeiro, seguro", enquanto se reconhece a participação indireta desse grupo em outras empresas via a Bradespar.

Gonçalves, por sua vez, apresenta doze possibilidades de interpenetração entre capital bancário e industrial, e afirmou, em 1999, que o "capital financeiro", no sentido de Hilferding, era uma das modalidades e se constituía em exceção no Brasil (Cf. GONÇALVES, "Capital financeiro, bancário e industrial no Brasil".).

235 "A inflação permite aos bancos a obtenção de um rendimento específico, decorrente da perda de valor real dos recursos neles depositados sem remuneração. Os bancos não pagam aos titulares destes recursos um rendimento que compense a corrosão do seu valor pela inflação, mas incluem esta compensação na taxa cobrada do tomador dos empréstimos por eles financiados, e se apropriam da diferença.

As receitas inflacionárias dos bancos assemelham-se ao imposto inflacionário, obtido pelo Banco Central com a desvalorização da moeda por ele emitida. Os dois compõem as transferências inflacionárias brutas do setor não-bancário da economia (empresas e indivíduos e o setor público não bancário) ao BC e aos bancos" (CARVALHO, "Perda de receitas da inflação e defesa da lucratividade dos grandes bancos", 125.).

236 A partir de 1995, cai para praticamente zero. Cálculos a partir dos dados de CARVALHO, 126.

237 CARVALHO, 140.

(contra 87,3% em 1993)[238]. Essa mudança de cenário obrigou os bancos a se adaptarem, buscando novas fontes de lucro. Uma delas foi a receita de tarifas de serviços, que chegou a passar de 10% para 35% da receita bruta em alguns bancos[239], e se tornou um dos grandes pontos de crítica ao setor. Tal situação levou o Banco Central, após anos de descontentamento na sociedade (mas talvez no intuito de também estimular a inserção bancária de pessoas de menor renda), a normatizar a questão de forma mais rigorosa em 2007, criando uma cesta básica de serviços padronizada, de fornecimento obrigatório e sem custos[240]. A política de juros altos e valorização do câmbio que acompanharam a criação da nova moeda também resultou em ganhos dos bancos nas operações com moeda estrangeira. Por fim, o setor privado veio aumentando seu peso nas operações de crédito, cujo principal fator provavelmente foi a onda de privatizações. No início dos anos 2000, as posições tinham se invertido em relação a 1992, quando a participação das instituições públicas no volume dessas operações era de 64% (contra 37% em 2002)[241].

Não obstante, a participação das operações de crédito nas receitas do sistema financeiro brasileiro caiu continuamente até 2002 e recuperou-se levemente até 2004, quando voltou a diminuir. Já as operações com títulos da dívida pública aumentaram seu peso continuamente nas receitas do setor, com pequenas oscilações[242] – constituindo-se num importante esteio dos lucros dos bancos. Se nos anos 1980 e início dos 1990 estes se baseavam na instabilidade inflacionária, a partir de 1994 foi a instabilidade da balança de pagamentos brasileira que garantiu sua manutenção – através dos juros altos praticados a fim de atrair capital externo. O resultado foi o aumento da rentabilidade dos bancos durante a década de 1990[243]. Por outro lado, os juros elevados inibiam os empréstimos e o encareciam; e o cenário internacional (especialmente a crise mexicana) contribuiu para a deterioração da qualidade do crédito e o aumento da inadimplência.

Sob a justificativa de um perigo de crise bancária sistêmica, o governo FHC promoveu então uma reforma do setor a partir de 1995. Duas consequências importantes foram a concentração e a desnacionalização deste. Dada a liberalização financeira, instituições estrangeiras penetraram no país sobretudo através da aquisição de bancos estaduais (privatização estimulada pelo PROES[244]) e de bancos privados nacionais (ou de participação nestes, em ambos os casos com auxílio do

238 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 37.
239 Cf. CARVALHO, "Perda de receitas da inflação e defesa da lucratividade dos grandes bancos", 130.
240 Trata-se da Resolução do CMN nº 3.518, de 2007, alterada pela Resolução do CMN nº 3.919, de 2010. Por outro lado, a prática de segmentação da clientela levou também à criação de pacotes sofisticados de serviços para os clientes de maior poder aquisitivo.
241 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 56.
242 Cf. PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", 277 (gráfico 4.13).
243 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 39–40.
244 Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária. Financiou a reestruturação dos bancos públicos estaduais visando à privatização destes (que foram então comprados por instituições nacionais e estrangeiras). Um dos resultados foi a redução da participação de bancos públicos no setor.

PROER[245]). Fusões e aquisições entre instituições nacionais também contribuíram para a concentração. Contudo, as expectativas de que isso aumentaria a concorrência e, consequentemente, diminuiria o *spread* bancário foram frustradas, pois os bancos estrangeiros adotaram estratégias até mais conservadoras que a dos nacionais: voltaram suas atividades principalmente para os títulos públicos. A eficiência dos bancos estrangeiros era, inclusive, menor que a dos nacionais, de modo que estes enfrentaram bem a nova concorrência, e os maiores se mantiveram na liderança. Por outro lado, excetuando-se o Itaú, os bancos brasileiros não buscaram se internacionalizar, talvez pelo fato de o mercado interno ainda não estar saturado.

O Brasil, portanto, não se desviou do padrão internacional, no qual vige uma estrutura oligopólica de mercado no setor bancário. O número total de instituições diminuiu, passando de 128 em 1998 para 101 em 2008[246] e o peso relativo das instituições se alterou: em decorrência das privatizações, a participação dos bancos públicos no ativo total declinou, ao passo que os privados nacionais, embora tenham diminuído em quantidade, elevaram sua participação. Assim, embora o Banco Central[247] julgue "moderado" o grau de concentração do Sistema Financeiro Nacional do Brasil (IHH[248] entre 1.000 e 1.800 nos últimos anos), o FMI ressalta seu "alto grau" de concentração, já que cinco bancos detinham 40% dos ativos do SNF e 66% dos ativos bancários (80%, caso se inclua o BNDES) em 2011[249].

Contribuíram ainda para esse cenário a retomada de uma trajetória de concentração no Brasil a partir de 2002 (após pequena diminuição em 2001) e a crise financeira internacional. Como nos ensina Marx, as crises costumam promover amplos movimentos de centralização de capital. Em 2008/2009 não foi diferente, quando houve a compra de pequenos bancos pelos grandes e a fuga de depósitos para estes[250]. Os gráficos do Banco Central (Gráficos 2.1 e 2.2) mostram bem: entre junho de 2008 e junho de 2009 o IHH dos ativos do segmento bancário saltam de um patamar de 0,09 para

245 Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. Financiou a recuperação de bancos privados com problemas sob a justificativa de evitar uma crise sistêmica. Estimulou também fusões e aquisições no setor privado, facilitando principalmente a entrada de bancos estrangeiros no país.

246 Um estudo do IPEA mostra que a quantidade e cobertura das agências também diminuiu, assim como a concentração regional (no Sul e Sudeste), e, sobretudo, em São Paulo permaneceu elevada. Não obstante, a quantidade de correntistas aumentou, atendidos por correspondentes bancários localizados em estabelecimentos não bancários (Cf. GENTIL et al., "Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise".).

247 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "Relatório de Estabilidade Financeira (set/2012)", 45–46.

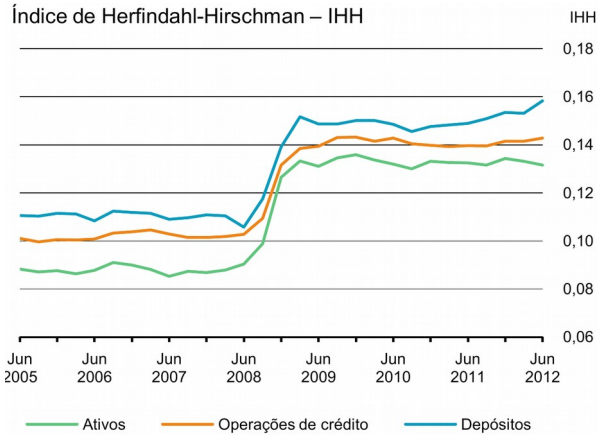
248 Segundo nota do próprio relatório: "O IHH é utilizado pelas autoridades nacionais e internacionais de defesa da concorrência como instrumento acessório na avaliação de níveis de concentração econômica. (...) O IHH é obtido pelo somatório do quadrado da participação de cada instituição financeira (IF) no mercado considerado".

249 Cf. IMF, "Brazil: Technical Note on Stress Testing the Banking Sector", 6–7.

250 Interessante notar que a concentração setorial normalmente é considerada prejudicial para o bom funcionamento da economia. Porém, a concentração bancária decorrente da crise foi classificada por diversos agentes como um mecanismo excepcional de defesa, na medida em que teria fortalecido o setor contra as turbulências e, consequentemente, colaborado para estabilizar o resto da economia. Mesmo documentos mais 'técnicos' vão na mesma direção, afirmando que as fusões e aquisições bancárias do período não ameaçavam a concorrência, e até a beneficiavam em alguns aspectos (!), (Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "Relatório de Estabilidade Financeira – Abril 2010", 70 e seg.).

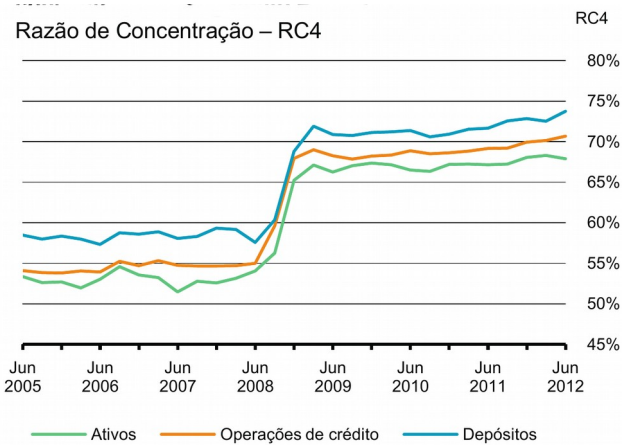
cerca de 0,13 e a concentração de ativos das quatro maiores instituições, de menos de 55% para cerca de 66%.

Gráfico 2.1 – Evolução dos níveis de concentração do segmento bancário (IHH)



Fonte: BCB – Relatório de Estabilidade Financeira de Set/2012, p.46

Gráfico 2.2 – Evolução dos níveis de concentração do segmento bancário (RC4)



Fonte: BCB – Relatório de Estabilidade Financeira de Set/2012, p.46

A partir de meados dos anos 2000, ocorreu nova onda, mais sustentada, de aumento das operações de crédito, impulsionada, em parte, por alguns fatores econômicos: bom momento da economia, melhores condições de renda e emprego, redução das taxas de juros (e a consequente perda relativa de atratividade dos títulos públicos) e ampliação dos prazos de amortização das dívidas. A participação do crédito no PIB saltou de 25,8% em 2002 para 44,1% em 2010[251] e seu peso nas receitas do setor se ampliou. Esse aumento sustentou a lucratividade dos bancos diante da redução dos juros (embora a taxa real continuasse elevada para os parâmetros internacionais). Os

251 BANCO CENTRAL DO BRASIL, “BC - Séries Temporais” (série 20622).

resultados positivos para os bancos com a expansão do crédito se refletiram em seu lucro líquido, que aumentou consideravelmente, sobretudo a partir de 2004. O mesmo ocorreu com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido Médio, um índice muito considerado pelos mercados financeiros para avaliar as empresas. Dessa forma, a rentabilidade média do setor financeiro no Brasil passou de 16,16% em 2003, para 25,34% em 2007 – ficando acima da média internacional[252].

Para além de fatores puramente econômicos, é importante mencionar que a concessão de crédito também se elevou por decorrência de políticas implementadas. Devido ao estímulo ao consumo das famílias (sobretudo de renda mais baixa, através de programas sociais, aumento real do salário mínimo, políticas de crédito, entre outros), o segmento de crédito para o varejo foi o que mais aumentou entre as diferentes modalidades, principalmente pelo financiamento de veículos e crédito consignado[253]. Este, por exemplo, foi regulamentado para o setor privado em 2003 e ganhou impulso a partir de 2004, crescendo 258% em três anos. Ademais, a baixa participação de instituições estrangeiras e a relevante participação de instituições públicas no setor bancário foram fatores que diminuíram os impactos da crise de 2008 no país, na medida em que as últimas foram utilizadas para manter o fornecimento de crédito: em 2008, sua carteira de crédito foi a que mais cresceu (37,1%, contra 19,1% das privadas nacionais e 17,8% das estrangeiras)[254]. Algumas medidas mais diretas também tiveram seu impacto, tais como a alteração das regras sobre o recolhimento do depósito compulsório dos bancos no Banco Central e o aumento do gasto público.

Ressalte-se, contudo, que embora o patamar de concessão de crédito no Brasil tenha aumentado, ele ainda é baixo em relação a países desenvolvidos. Assim, 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 36% dos ativos dos bancos encontravam-se atrelados a créditos em 2010[255] e o volume de crédito habitacional, em especial, correspondia a apenas 2% do PIB em 2007. Esse quadro é revelador do grau de 'conservadorismo' do setor, que mantinha elevadas as operações com títulos públicos (apesar do seu peso ter diminuído nos anos 2000[256]). Mesmo em relação ao crédito concedido, mais de 90%[257] das operações pertenciam a um nível de risco "normal"[258].

Quanto ao *spread* bancário, embora tenha diminuído no Brasil a partir de 2003 (de 2002 a

252 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 118–19.
253 Cf. CAMARGO, 97–98.
254 Cf. CAMARGO, 88 e 97.
255 Cf. "Desempenho dos bancos em 2010".
256 Em apenas 3 anos (2003-2006), a participação dos títulos públicos na carteira de títulos do Sistema Financeiro Nacional se reduziu de 84,1% para 70,2% (Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 116.).
257 Com exceção da Caixa. As instituições públicas são as que possuem menores índices de solvabilidade, pois são direcionadas, segundo objetivos governamentais, à concessão de crédito que não interessa ao setor privado.
258 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 110–11.

2007 a queda foi de 33%), ele se manteve um dos maiores do mundo[259], tendo sido, em 2008, de 34,88%, ao passo que o de países desenvolvidos foi de 11 vezes menos (média de 3,16%). A redução se deveu quase inteiramente à pessoa física, que continuou, contudo, razoavelmente superior ao de pessoa jurídica. Os bancos públicos, provavelmente por pressão governamental, possuíam os menores *spreads*, enquanto dois dos estrangeiros, os maiores. Além disso, desde 2001, o maior componente desse valor correspondia às estimativas sobre inadimplência (que, quando esta não ocorre, acaba ficando para o banco)[260], seguido do resíduo líquido (margem efetiva apropriada, variando de cerca de um quarto a um terço do total no período Lula). Somados, esses dois elementos correspondiam a cerca de 2/3 do *spread* em 2007[261].

A receita oriunda de taxas cobradas por serviços elevou sua importância, tendo sofrido um aumento muito expressivo: 734,7% entre 1994 e 2006, contra um crescimento de apenas 74% das despesas com pessoal e uma inflação acumulada de 157%. Consequentemente, o índice de cobertura[262] médio dos oito maiores bancos havia se elevado a 138,9% em 2007 (quando era de 95,2% em 2002, e inferior a 70% em 1998), ou seja, superando em quase 40% os gastos com pessoal[263]. Cabe ressaltar que parte dessa evolução provavelmente está ligada às taxas de administração cobradas pelos fundos de investimento detidos pelos conglomerados financeiros. Elas possuem um peso importante nas receitas de prestação de serviço[264] e o volume de recursos aplicados nos fundos aumentou em termos reais desde meados dos anos 1990, principalmente a partir de 2003.

Desse modo, e com o auxílio da política monetária praticada, a participação dos bancos no PIB brasileiro desde 1995 cresceu, como mostram Filgueiras e Gonçalves[265]. E o processo acentuou-se entre o segundo mandato de FHC e o primeiro de Lula: o volume de ativos totais dos grandes bancos privados da época (Bradesco, Itaú e Unibanco) em proporção do PIB aumentou de 17,2% em 1999-2002 para 19,3% em 2003-2006. Esse aumento sugere, pois, que os rentistas estavam se apropriando de parcelas crescentes da riqueza e da renda do país.

Em resumo, quando Lula assume a Presidência, o setor bancário havia passado por um processo de diminuição relativa da participação de instituições públicas (devido às privatizações) e

259 Cf. MODÉ e PACHECO, "País tem o maior spread bancário do mundo".

260 Segundo Camargo, ela se manteve relativamente baixa para os casos analisados em seu trabalho, sendo razoável supor que a fração desse valor apropriada pelos bancos foi elevada (Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 85.).

261 Cf. CAMARGO, 84.

262 Mede a capacidade de se cobrirem as despesas de pessoal com as receitas de prestação de serviço.

263 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 112.

264 A obtenção desse dado não é simples, pois nem todas as instituições divulgam desagregadamente os números sobre receitas de prestação de serviço. Em 2006, as taxas de administração representavam mais de 10% das receitas de prestação de serviço do Bradesco, e 21% das do Itaú. (Cf. DIEESE, "As receitas de prestação de serviços bancários".).

265 Cf. FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula, 213.

de aumento das estrangeiras, quadro esse que não foi revertido – em que pese o processo de desnacionalização ter arrefecido. Além disso, a partir de então os grandes bancos elevaram sua lucratividade mesmo com a redução no *spread*, mantendo, ou até incrementando, seus ganhos com tarifas bancárias e títulos da dívida pública, bem como ampliando seu peso no PIB brasileiro. Houve ampliação das operações de crédito, com destaque para a mobilização das instituições públicas para tanto, mas a participação destas no volume das operações diminuiu. Apesar do aumento do crédito, o setor como um todo continuou relativamente conservador: privilegiava os rendimentos sobre a dívida pública, ostentava índices elevados de solvência e fornecia crédito de menor risco. Houve também um novo movimento de concentração, devido, em parte, a condições mais gerais da economia e, em parte, a ações do próprio governo. No Capítulo 8, ficará evidente em que medida o setor financeiro se beneficiou com a política econômica e outras medidas do governo Lula. De todo modo, se a mera existência de bancos não implica financeirização, os dados até aqui apresentados já se constituem em fortes indícios da permanência, e aprofundamento, desse processo no Brasil, sob dominância dos bancos. Essa hipótese é reforçada pela análise realizada a seguir – dos "agentes relativamente novos"[266], para usar a expressão de Farnetti, associados ao processo de financeirização: os fundos de investimento e de pensão.

266 FARNETTI, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 183.

CAPÍTULO 5 – '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 aumentaram expressivamente a partir dos anos 1980, assim como o seu grau de concentração: atualmente, os 500 maiores administradores de fundos gerem 25% dos ativos financeiros mundiais (ou seja, US$76 trilhões), o equivalente a 100% do PIB global[267]. 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 conservada 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 e 70 – completando nesse período uma primeira fase de acumulação de recursos e aproximando milhões de pessoas do mercado financeiro (quando não introduzindo-as). Não obstante, na década de 1980, eles passaram por uma "progressão explosiva"[268]: em 1993, os ativos de fundos de pensão estadunidenses representavam 535% do que eram em 1980 (passando de 34,6% do PIB do país para 68%); os britânicos, 460% (de 28% do PIB para 73%); e, mesmo na Alemanha[269], a proporção foi de 311% no mesmo período[270]. 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, embora ainda pequena, de seus investimentos para os "mercados emergentes", em busca de diversificação. Segundo estimativas, entre 1992 e 2000, os montantes passariam de US$12 bilhões (0,2% dos ativos totais) para US$353 bilhões (2,9%), sendo que à Ásia e à América Latina

267 CHESNAIS, Finance Capital Today, 251.

268 FARNETTI, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 188.

269 Farnetti adota a ideia de dois modelos de capitalismo, segundo a qual o de tipo anglo-saxônico teria como eixo as finanças e o lucro de curto prazo, enquanto o alemão (e japonês) seria orientado para a produção industrial e o lucro de médio e longo prazos. Segundo Farnetti, a composição das carteiras dos fundos de pensão revelariam essa distinção: os britânicos investiam 63% de seus recursos em ações e 14% em títulos, ao passo que os alemães investiam 18% e 25% respectivamente. Nesse sentido, o aumento dos ativos de fundos de pensão na Alemanha é digno de nota.

270 Cf. FARNETTI, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 187.

corresponderiam 95% dos fluxos[271].

Esses dados esclarecem o estreito vínculo entre o fortalecimento desses investidores institucionais e o desenvolvimento da financeirização (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 utilizam seus recursos: não concedem empréstimos nos moldes clássicos de banco, mas preferem adquirir participações nas empresas[272] 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 (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[273], 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[274]. 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, eles eram em 5.655 e 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. Em 2001, seus ativos representavam 56% do total da OCDE (para os fundos de pensão a proporção era ainda maior: 66%)[275].

Seu crescimento vertiginoso desde o início da década de 1980 se deveu, em grande parte, a aspectos institucionais. Primeiramente, devido às proteções e restrições em relação aos fundos de pensão criadas pela "Lei Erisa", de 1974, os administradores destes passaram a oferecer novos produtos para contornar a legislação, que nada mais eram que quotas de *mutual funds*. Além disso, os fundos de pensão também alteraram progressivamente os seus regimes – de benefícios definidos, para contribuições definidas –, o que transferiu o risco dos empregadores para os assalariados e abriu espaço para os fundos de investimento. Por fim, a disseminação da desintermediação financeira e da securitização, tanto de dívidas privadas como governamentais, ofereceu um amplo leque de investimentos via *mutual funds*.

Desse modo, assistiu-se a uma enorme concentração de poder por parte dos investidores

271 Cf. FARNETTI, 197.

272 Esse movimento se aproxima do conceito de "capital financeiro" de Hilferding (Cf. HILFERDING, O capital financeiro.), e do de "imperialismo" (sobretudo quando se trata de controlar empresas estrangeiras, como, de fato, os fundos anglo-saxônicos fizeram). A governança corporativa, como será discutido no Capítulo 6, serviu de instrumento de intervenção e controle sobre empresas em outros países.

273 Cf. FARNETTI, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 189–90.

274 As companhias de seguro de vida passaram de US$464,2 bilhões para US$1.784,9 bilhões no mesmo período.

275 Cf. SAUVIAT, "Os fundos de pensão e os fundos mútuos", 109.

institucionais em geral: já em meados dos anos 1990, menos de 20% das ações da bolsa londrina estava nas mãos de particulares e, nos EUA, o grau de controle de valores mobiliários por fundos de pensão passou de 1% em 1950 para 30% em 1993 (60%, ao se incluírem seguradoras e *mutual funds*)[276]. 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"[277]. Dado esse quadro e o perfil mais agressivo assumido por esses agentes – que desempenham o "duplo papel de 'proprietário' e de credor"[278] –, algumas consequências importantes podem ser mencionadas.

Primeiramente, não são mais os balanços anuais das empresas que são analisados e acompanhados, mas os trimestrais. Esse 'curto-prazismo' também é viabilizado, e até estimulado, pela estrutura de propriedade extremamente diluída das empresas, como nos EUA. Não é preciso ter uma quantidade elevada de ações para se exercer influência na administração dos negócios, ao mesmo tempo que é fácil se desfazer das mesmas (maior liquidez do investimento). Isso se refletiu na diminuição do tempo médio de posse das ações, que caiu de dois anos para oito meses ao longo da década de 1990[279]. Os governos também ficaram sujeito a pressões (principalmente em termos de uma politica econômica ortodoxa e 'austera'), uma vez que suas dívidas compõem parte expressiva das carteiras dos fundos.

A necessidade de se produzirem lucros elevados e a intensa concorrência entre os gestores nesse mercado oligopolizado levaram à amplificação da tomada de risco. Em 2000, mesmo os fundos de pensão, que tendem a ser mais conservadores, tinham mais de 60% de suas carteiras em ações. O grande volume de recursos empregado por *mutual funds* e *hedge funds*[280] em especulação com *commodites*, moedas e uma série de outros ativos, condicionam as cotações e produzem grande instabilidade nos mercados, com efeitos perversos principalmente sobre países periféricos, devido à fragilidade de suas economias e da grande volatilidade dos recursos externos.

Além disso, devido ao caráter rentista de sua atuação[281], os investidores institucionais pressionam a esfera produtiva e transferem ônus e perdas, a trabalhadores e a cotistas dos fundos, por exemplo. Como aponta Catherine Sauviat[282], se os dirigentes de empresa souberam se adaptar

276 Cf. FARNETTI, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 198.
277 DOWBOR, "A crise financeira sem mistérios".
278 SAUVIAT, "Os fundos de pensão e os fundos mútuos", 110.
279 Cf. SAUVIAT, 116.
280 Outro tipo de fundo de investimento, porém com menos regulação que os *mutual funds*, de modo que possuem mais liberdade e tendem a ter alocações mais arriscadas. Com a crise ocorrida em 2000, houve uma tendência à diversificação dos investimentos com migração para esse tipo de fundo.
281 "A difusão internacional dos princípios do *corporate governance* impulsionada pelos investidores anglo-saxônicos 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, "O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos (...)", 205.)
282 SAUVIAT, "Os fundos de pensão e os fundos mútuos".

aos controles das finanças, 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[283]; 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; etc.

Quanto aos cotistas, sofrem consequências por não terem seu destino atrelado ao dos gestores. Estes possuem interesse em ampliar a rentabilidade, uma vez que são remunerados por taxas tanto sobre o patrimônio investido como de performance sobre o rendimento. Porém, 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, ao ver seu patrimônio encolher sem nenhuma contrapartida[284].

Outra questão relevante, particularmente importante para este trabalho, é o impacto da atuação dos investidores institucionais[285] em 'mercados emergentes'. Como mencionado anteriormente, as alocações nesses países, que haviam se iniciado nos anos 1980 pela necessidade de diversificação, intensificaram-se nos anos 1990. O estímulo ao desenvolvimento dos países de destino dos recursos foi apresentado como uma das justificativas para esse movimento, o que se mostra duvidoso devido à sua concentração em poucos países/regiões, não necessariamente os mais 'necessitados' de investimentos. Metade dos investimentos de fundos em economias "emergentes" destinavam-se a seis países, dentre eles o Brasil, que recebia 40% dos fluxos para a América Latina e aproximadamente 5% das alocações totais de fundos dedicados a esse tipo de economia[286].

Sauviat argumenta ainda que as intenções eram, de fato, "etnocêntricas" e "utilitaristas"[287]: resolver, nos países centrais, o problema de como valorizar a massa abundante de capital nas mãos das instituições financeiras não-bancárias (questão da sobreacumulação do capital) e a questão demográfica relativa aos fundos de pensão (envelhecimento da população). Com efeito, a alta do valor dos ativos nos 'mercados emergentes' foi acompanhada por incremento da volatilidade,

283 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 (Cf. SAUVIAT, 127.)

284 Somente em relação aos *mutual funds*, o valor dos ativos controlados reduziu-se em cerca de US$1 trilhão entre 2007 e 2008: em 2007, havia 8.729 fundos controlando US$11,50 trilhões; em 2008, eram 9.114 controlando US$10,54 trilhões (ICI, "Investment Company Institute - Annual Reports".).

285 Principalmente fundos de pensão e de investimento, pois as seguradoras investiam menos internacionalmente. Além disso, muitos fundos de pensão passaram a utilizar os fundos de investimento para as operações internacionais (Cf. SAUVIAT, "Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes", 1473.).

286 Cf. KAMINSKY, LYONS, e SCHMUKLER, "Mutual Fund Investment in Emerging Markets", 323–24.

287 Cf. SAUVIAT, "Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes", 1464.

causada pela arbitragem entre as alocações (propiciada pela abertura financeira das economias).

A brusca retirada de capital que se seguiu arrasou o mercado acionário e de câmbio de alguns países, entre eles o Brasil na crise de 1998-99 (logo após a crise asiática, de 1997, e da crise russa, de 1998). Como ressalta a autora, mesmo se a proporção dos ativos dos investidores institucionais alocados em países nos quais a capitalização bursátil é relativamente fraca ou que os mecanismos de aposentadoria por capitalização ainda são marginais (como o Brasil), "o peso relativo desses investidores lhes confere um poder financeiro que é frequentemente percebido como uma séria ameaça à soberania das empresas, se não do Estado"[288]. Isso é tanto mais importante na medida em que entre os anos 1980 e 1990 houve uma mudança profunda no tipo de fluxo de capital para esses países – de público para privado – e que a maior parte deles se dirigiu para o setor privado sob a forma de ações. Dadas as características do mercado acionário, não surpreende que a trajetória dos investimentos tenha seguido um padrão de 'montanha-russa'[289].

Ainda segundo dados da autora[290], as companhias de seguro possuíam pouca atuação internacional. Entre os fundos de pensão, há variação entre os países, com grande peso dos estadunidenses, mas também britânicos. Um pequeno número deles era responsável por grande parte da alocação internacional em ações (42% desta era realizada pelos 20 maiores fundos). Para esse tipo de operação, sobretudo em economias "emergentes", tendeu-se a delegar a gestão a especialistas nessa classe de ativos (apenas 5% gerem internamente), muitos dos quais localizados fora dos países de origem dos fundos. Isso levou a uma concentração ainda maior das decisões de alocação. Além disso, havia grande volatilidade devido à intensa arbitragem entre os países: a taxa de rotação da carteira internacional era normalmente superior à da carteira doméstica.

Desse modo, os grandes propulsores do crescimento dos investimentos internacionais foram os fundos de investimento (dobrando seus ativos no exterior entre 1994 e 2000), novamente com destaque para os estadunidenses pelo volume de recursos (que triplicou no mesmo período e superou amplamente o do resto do mundo somado[291]). Menos sujeitos a regulamentações, esses fundos passaram a concentrar não só a poupança de famílias (em detrimento de bancos), mas, como salientado, dos próprios fundos de pensão que pretendiam realizar investimentos internacionais, terceirizando a gestão.

Tanto a quantidade de fundos que passaram a atuar em mercados "emergentes", como o volume de recursos empregado aumentou sensivelmente nos anos 1990. Também nesse caso, as ações se tornaram o ativo largamente predominante e há grande concentração do destino, tendo

288 SAUVIAT, "Os fundos de pensão e os fundos mútuos", 122.
289 Ver gráfico em SAUVIAT, "Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes", 1469.
290 Cf. SAUVIAT, 1475.
291 SAUVIAT, 1478.

surgido, inclusive, fundos especializados em regiões ou países. Na América Latina, os investimentos passaram de US$21 bilhões para US$40 bilhões entre 1995 e 1997[292] (15% dos fluxos totais, contra 50% para os países asiáticos), concentrados essencialmente no Brasil e no México (mais da metade dos fluxos). Embora percentualmente o investimento em países "emergentes" fosse baixo – 5% a 15% da capitalização bursátil do Sudeste Asiático, da América Latina e da Europa do Leste em transição no início do século XXI[293] – a influência desses fundos internacionais era importante devido ao seu comportamento de 'manada' e ao pequeno tamanho dos mercados locais.

A esse respeito, é preciso considerar que os primeiros fundos a investir nos "emergentes" (anos 1980) eram de tipo fechado, ou seja, o cotista não pode resgatar a qualquer momento. Conforme houve o aumento da liquidez desses mercados nos anos 1990, os fundos abertos – mais suscetíveis a pressões pelos resgates – foram ganhando espaço, assim como as aplicações em moeda local. Com isso, a volatilidade dos investimentos tendeu a se ampliar e, com ele, o efeito manada (sobretudo no mercado acionário desde 2003)[294].

Ao longo dos anos 2000, os ativos geridos por fundos de investimento em âmbito mundial continuaram aumentando, inclusive os de *hedge funds*[295]. Entre 2001 e 2007, passou-se de US$12 trilhões para US$26 trilhões. Com a crise, houve um revés importante em 2008 (de US$7 trilhões), porém o crescimento foi retomado já a partir de 2009 – o estoque de ativos chegando a US$31 trilhões em 2014[296] (158% de aumento em relação a 2001). Cabe notar que, em 2013, cerca de 50% desse volume pertencia a fundos dos EUA[297] e 93%, a de países considerados de alta renda – embora os países de média renda tenham ampliado sua participação ao longo da década[298]. Durante esse período, os fluxos de capital para economias de fora do centro também aumentaram, entre outros fatores, devido às melhores oportunidades de lucro nestas, e às baixas taxas de juros nos países centrais. Embora continuem correspondendo a uma fração pequena do mercado de ações e de títulos no conjunto dessas economias, os fundos de investimento estrangeiros possuíam uma alocação no valor de US$775 bilhões em 2009, elevando-se a US$1,37 trilhões em 2012[299]. Se o IED continua sendo a principal forma dos fluxos para os "emergentes", sua proporção se manteve

292 Só nos EUA, os fundos especializados em investimentos na América Latina passaram de 1 (ativos líquidos de US$ 44 milhões) para 47 (ativos líquidos de US$ 1,8 bilhões) entre 1991 e 1998 (Cf. KAMINSKY, LYONS, e SCHMUKLER, "Mutual Fund Investment in Emerging Markets", 327.).

293 SAUVIAT, "Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes", 1481.

294 Cf. IMF, "Global Financial Stability Report".

295 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 (Cf. CHESNAIS, Finance Capital Today, 226.).

296 Montante superior ao das companhias de seguro, cujos ativos eram de US$ 26,7 trilhões (PwC, "Beyond their Borders", 5.)

297 Ao Brasil cabendo 3%, percentual equivalente ao de Japão e Canadá e superior ao da China (2%).

298 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets".

299 PLANTIER, "Sizing Up Mutual Fund and ETF Investment in Emerging Markets".

estável, enquanto o investimento em carteira (mais volátil) ampliou sua importância.

Os fundos de pensão permaneceram sendo os maiores investidores institucionais em escala global e passaram por um rápido crescimento[300]: os ativos sob sua administração já atingiam US$ 21 trilhões em 2008 e elevaram-se a US$37,6 trilhões em 2014. Cerca de 75% desses valores correspondem aos fundos da América do Norte, sendo de apenas US$500 bilhões (em 2014) a participação da América do Sul – região que, contudo, apresentou a taxa de crescimento de ativos mais elevada no período (em média 19,2% ao ano) e, como visto, com perfil concentrado. Assim, embora tenham elevado sua alocação em economias "emergentes", esta ainda é baixa. E, sobretudo em operações internacionais, os fundos de pensão ampliaram seus investimentos indiretos, chegando a ter 32% de seus ativos alocados via fundos de investimento em 2014.

Por fim, um outro tipo de investidor institucional até então pouco considerado pelos analistas[301] ganhou relevância no cenário mundial nos anos 2000: os fundos soberanos[302]. Embora alguns deles datem de décadas atrás, esses fundos controlados por Estados e compostos por receitas públicas aumentaram em quantidade e em ativos possuídos. Apesar destes ainda serem bem inferiores ao de fundos de investimento privados e de pensão, seu volume não é desprezível. Correspondendo, em âmbito mundial, a US$900 bilhões em 2005, já atingiu US$3,9 trilhões no final de 2007 e US$7,4 trilhões em 2015. Embora tenha havido certa desconcentração dos ativos, em 2015 os 5 maiores fundos ainda detinham 49% do total e os 10 primeiros, 75%. Entre 2005 e 2012, mais de 32 fundos soberanos foram criados, de modo que 67,1% dos atualmente em operação surgiram a partir do ano 2000[303].

Novos agentes no Brasil

No Brasil, os novos agentes da financeirização também se desenvolveram, com maior ou menor vigor, nas últimas duas décadas. Em 2008, por exemplo, o governo Lula instituiu o Fundo Soberano Brasileiro (FSB), levando em conta a boa situação econômica do país. O intuito principal era, entre outros, o de auxiliar na internacionalização das empresas brasileiras, na estabilização macroeconômica e em projetos estratégicos. Contudo, o FSB não chegou a contar com recursos vultosos (menos de R$30 bilhões) e foi drenado na recente crise econômica – até a sua extinção – pelo governo Temer em 2018. Os fundos patrimoniais, por sua vez, ainda engatinham, mas têm

300 Cf. PwC, "Beyond their Borders".

301 Um dos primeiros textos que destacam a importância desses fundos foi publicado somente em 2005 (Cf. ROZANOV, "Who Holds the Wealth of Nations?").

302 Fundos soberanos são constituídos por reservas públicas, mas não se limitam aos fundos de pensão ou às reservas de bancos centrais. Eles normalmente investem em ativos no exterior, buscando rentabilidade a longo prazo para diferentes finalidades. Embora alguns tenham sido criados na década de 1950, floresceram somente no século XXI, quando foram adotados por muitos países (majoritariamente produtores de petróleo e outros recursos naturais) e passaram a concentrar somas muito maiores do que antes.

303 Dados de: "SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute".

crescido nos últimos anos. O maior deles, da Fundação Bradesco, possuía R$34,5 bilhões em 2018[304]. Os bancos de investimento – que lidam fundamentalmente com empresas e grandes investidores e cujas principais operações consistem em emissões de ações, fusões e aquisições, emissão de dívidas e empréstimos – também têm lucrado milhões de dólares por ano em taxas e comissões. Os maiores deles eram braços de bancos nacionais em 2017 (embora o ranking varie bastante de um ano para outro devido à magnitude das operações): Itaú BBA e Bradesco BBI, por exemplo, ampliaram consideravelmente suas receitas entre 2016 e 2017, de US$46,5 milhões para US$62,9 milhões e de US$33,9 milhões para US$58,9 milhões respectivamente[305].

Já o mercado de seguros teve crescimento exponencial ao longo do século XXI, ultrapassando os R$100 bilhões em provisões técnicas no ano de 2016[306]. Ele também conta com instituições pertencentes a bancos nacionais nas primeiras posições, demonstrando o peso que o setor bancário possui no país. O Bradesco teve um faturamento de R$32,7 bilhões em 2016 (1ª posição) nesse ramo de atividades, excluindo-se VGBL[307]; e o Banco do Brasil, R$15,3 bilhões (3ª posição). Considerando-se apenas o segmento VGBL, as quatro primeiras colocadas pertencem a bancos nacionais[308].

O peso dos fundos de investimento e de planos de previdência privada complementar, porém, é consideravelmente maior do que o desses outros agentes, e seu crescimento acelerado marcou os anos Lula. Por isso, sua evolução nesse período será analisada com maior cuidado a seguir. Antes, contudo, cabe um comentário sobre a dificuldade de obtenção de dados sobre diversos aspectos da financeirização no Brasil, ao menos de fontes públicas[309]. Mesmo para anos recentes, cuja disponibilidade aumentou bastante, há dificuldades. Em relação à década de 1990 (inclusive após o Plano Real), e mesmo para o início dos anos 2000, muitos são inexistentes ou indisponíveis. Dada a proximidade no tempo e a estabilidade monetária, a princípio nenhum impedimento tecnológico ou metodológico é plausível. Em parte, as lacunas se devem, assim, ao

304 f. "Fundos patrimoniais são saída para sustentabilidade financeira de ONGs".

305 Cf. "Itaú e Bradesco lideram ranking de banco de investimento no país".

306 Trata-se apenas do segmento de seguros, excluindo produtos de previdência privada, como o PGBL e VGBL, que serão abordados mais à frente. Ver dados detalhados em SUSEP, "6o Relatório de análise e acompanhamento dos mercados supervisionados". 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 todos os segmentos de 662%), perdendo apenas do segmento "Rural" (que aumentou incríveis 3931%), (Cf. SILVA et al., "Evolução do Mercado Segurador e crescimento econômico no Brasil", 28 e 29.).

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

308 Cf. "Rating de Seguros - Consultoria".

309 Confirmado inclusive por autores estrangeiros: "O ideal seria analisar a distribuição de dividendos na indústria de transformação [brasileira] a fim de ver se há relação entre essa distribuição e a desindustrialização. Mas é forçoso constatar a ausência relativa de dados disponíveis" (SALAMA, "Financiarisation au Brésil", 2).
O problema ocorre também internacionalmente. Por exemplo: "é impressionante constatar que apenas em 2011 aparece a primeira pesquisa global sobre o controle corporativo dos processos financeiros" (DOWBOR, "Democracia Econômica", 24.).

não tratamento de informações coletadas; em parte, às vicissitudes da migração da responsabilidade pelos dados de um órgão para outro (ex. do Banco Central para a Comissão de Valores Mobiliários). No entanto, uma razão bastante provável é a relativa 'imaturidade' do mercado de fundos brasileiros até os anos 2000, que, por isso, recebeu menos atenção governamental.

Nesse sentido, é revelador que, mesmo atualmente, a melhor fonte gratuita de dados sobre fundos de investimento seja uma associação privada, a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)[310], e que esta tenha sido criada em 2009, a partir da fusão de duas entidades mais antigas. Da mesma forma, não parece casual que a Bovespa e a BM&F tenham se fundido um ano antes, em 2008, formando a única bolsa de valores de fato do Brasil, a maior da América Latina e uma das maiores do mundo em valor de mercado. A centralização tanto da entidade de representação do setor de fundos quanto das bolsas brasileiras e a maior disponibilidade de dados coincidem justamente com a evolução da financeirização no país, sobretudo em termos de aumento do Ibovespa e do patrimônio líquido dos fundos de investimento e de pensão (bem como do interesse por eles).

Os esforços para a produção e organização de dados se conjuga, ainda, com o aumento da regulamentação e da supervisão de órgãos governamentais, e da 'produção da preocupação' quanto a poupança, futuro financeiro, aposentadoria, etc. Ou seja, houve uma crescente produção de conhecimento e de discursos em torno das atividades financeiras que levam a crer que se trata de um âmbito permeado cada vez mais pelo poder e fundamental para ele[311].

310 O mesmo se pode dizer sobre os fundos de pensão e a ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), por exemplo.

311 A referência aqui é, evidentemente, Foucault e o paralelo com sua ideia, em "A história da sexualidade", de que o interesse e a proliferação discursiva sobre o sexo é reveladora do quanto o poder o permeia.
Nessa obra, já são apresentadas as bases da discussão que o autor desenvolve sobre o bio-poder: "Uma das grandes novidades nas técnicas de poder, no século XVIII, foi o surgimento da 'população', como problema econômico e político: população-riqueza, população-mão-de-obra ou capacidade de trabalho, população em equilíbrio entre seu crescimento próprio e as fontes de que dispõe. Os governos perceberam que não têm que lidar simplesmente com sujeitos, nem mesmo com um 'povo', porém com uma 'população', com seus fenômenos específicos e suas variáveis próprias: natalidade, morbidade, esperança de vida, fecundidade, estado de saúde, incidência das doenças, forma de alimentação e de habitat. Todas essas variáveis situam-se no ponto de intersecção entre os movimentos próprios à vida e os efeitos particulares das instituições"FOUCAULT, História da Sexualidade. A Vontade de Saber., 1:28..
No final do livro, o autor ainda acrescenta: "A velha potência da morte em que se simbolizava o poder soberano é agora, cuidadosamente recoberta pela administração dos corpos e pela *gestão calculista da vida*. Desenvolvimento rápido, no decorrer da época clássica, das disciplinas diversas (…); aparecimento também, no terreno das práticas políticas e observações econômicas, dos problemas da natalidade, longevidade, saúde pública, habitação e migração; explosão, portanto, de técnicas diversas e numerosas para obterem a sujeição dos corpos e o controle das populações. Abre-se, assim, a era do 'bio-poder'. As duas direções em que se desenvolve ainda aparecem nitidamente separadas, no século XVIII. Do lado da disciplina as instituições como o Exército e a escola (…) *Do lado das regulações de população a demografia, a estimativa da relação entre recursos e habitantes, a tabulação das riquezas e de sua circulação, das vidas com sua duração provável*" (FOUCAULT, 1:131–32 (grifo nosso).).
Indo mais longe, talvez possa se falar de um desdobramento desse processo iniciado no fim do século XVIII e expandir a lista das técnicas de regulação da população apresentadas por Foucault, atualizando-a: aposentadoria, nível de endividamento e capacidade de consumo/poupança das famílias, equilíbrio atuarial, etc.
Em seus cursos no Collège de France durante os anos 1970 (ministrados, portanto, no mesmo período), o próprio autor aprofunda algumas dessas relações com o neoliberalismo, já que trata justamente desse tema.

Em consonância com isso, como será discutido no Capítulo 6, Roberto Grün mostra como o discurso mobilizado pelos agentes financeiros no Brasil – evidentemente importado do contexto estadunidense – torna-se o "cimento cognitivo"[312] das "elites". De fato, ele se torna o modo pelo qual estas pensam as questões do país e, assim, acaba por mobilizar o resto da sociedade em torno de suas pautas e preocupações. De outro modo, o que explicaria, por exemplo, a centralidade que a cotação diária da bolsa e do dólar adquirem nos noticiários e informes da grande mídia, apesar da incompreensão de seu significado pela maioria da população e da sua irrelevância para o cotidiano desta? Ou ainda, por que a mídia, mas principalmente os governos, debruçam-se de forma tão circunscrita nas questões da Previdência e da dívida pública (e tão pouco no da reforma tributária e política), fazendo-as parecer as únicas relevantes?

Fundos de Investimentos

Um breve histórico basta para mostrar que a indústria de fundos de investimento ganha uma importância sem precedentes no Brasil ao longo dos anos 2000. O primeiro deles foi criado em 1957, mas havia apenas 11 até os anos 1970. 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 riqueza administrada (em termos relativos e absolutos), iniciou-se somente nos anos 1990, sobretudo na segunda metade. Em 1995, o Patrimônio Líquido (PL) total dos fundos correspondia a 8,77% do PIB; em 1998, a 14,66%; e, em 2000, a 24,78%. Como mostram Varga e Wengert, isso se relaciona, em grande medida, com a estabilização da economia e o controle da inflação[313].

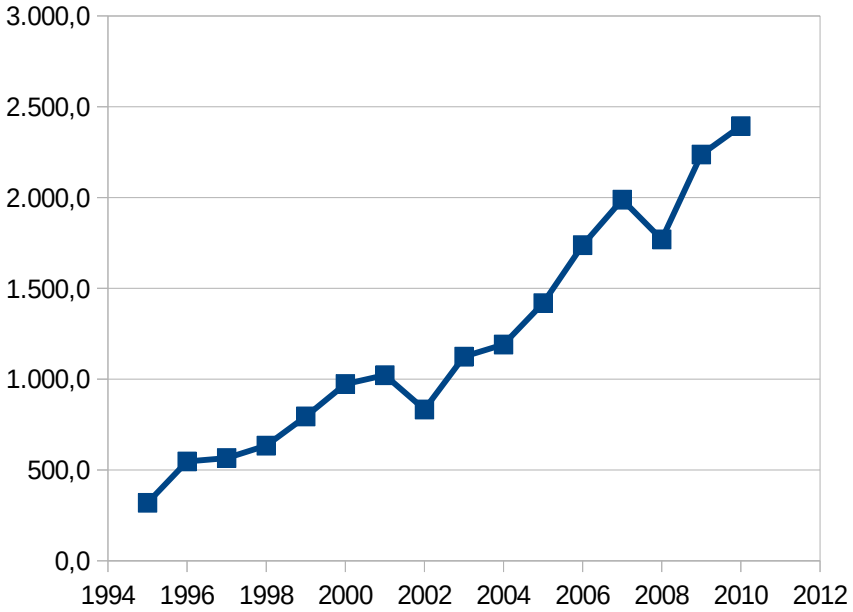
Uma evolução mais significativa, porém, se anunciava no século XXI. Uma publicação do Banco Mundial revela a posição que o Brasil alcançara no final de 2013: "O Brasil tinha o quinto maior mercado doméstico de fundos em termos mundiais e a maior indústria de fundos de investimento [*mutual fund*] no 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"[314]. 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 período, respectivamente.

312 GRÜN, "Convergência das elites e inovações financeiras", 69.

313 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 e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 71.).

314 GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 9.

Gráfico 3 – Patrimônio Líquido dos fundos de investimento no Brasil (R$ bilhões de jul/2017, deflacionados pelo IGP-DI)



Fonte: Tabela 2

Tabela 2 – Fundos de Investimentos no Brasil

	Quantidade de fundos (1)	Patrim. Líq./PIB	Patrim. Líq. (val. correntes) (2)	Patrim. Líq. (val. constantes) (2) (3)	Crescimento real por ano
1995	n.d	8,77%	61,89	319,09	--
1996	n.d	13,56%	115,91	546,59	71,30%
1997	n.d	13,53%	128,83	565,23	3,41%
1998	n.d	14,66%	146,96	634,00	12,17%
1999	n.d	20,31%	220,94	794,41	25,30%
2000	n.d	24,78%	297,10	972,88	22,47%
2001	n.d	26,18%	344,41	1.021,68	5,02%
2002	2.909	23,85%	355,00	833,07	-18,46%
2003	2.898	30,01%	515,62	1.123,75	34,89%
2004	2.953	31,29%	612,63	1.190,69	5,96%
2005	2.829	34,04%	738,97	1.418,79	19,16%
2006	3.191	39,00%	939,62	1.738,02	22,50%
2007	3.586	42,64%	1.159,90	1.988,43	14,41%
2008	4.201	36,21%	1.126,10	1.769,34	-11,02%
2009	4.774	42,10%	1.403,10	2.236,70	26,41%
2010	5.679	43,01%	1.671,28	2.393,60	7,01%

Fonte: ANBIMA – Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos, jul/2017 (elaboração própria).
(1) Não inclui fundos de fundos.
(2) Em R$ bilhões.
(3) De jul/2017, corrigidos pelo IGP-DI.

Além disso, 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: um crescimento real médio dos ativos de 16,4% ao ano entre 2002 e 2010, situação corroborada por Varga e Wengert[315]. Em proporção do PIB[316], a evolução é igualmente expressiva: de aproximadamente 24% no final de 2002 (quando havia 2.909 fundos[317]), para 43% em 2010 (R$1.671 bilhões a preços correntes)[318]. Esse patamar é bem superior ao dos demais países "emergentes"[319] e tanto mais notável na medida em que a tendência empiricamente constatada é de haver elevada proporção de ativos de fundos em relação ao PIB nos países de PIB *per capita* e capitalização do mercado acionário mais altos[320], o que não é o caso do Brasil.

É fundamental indagar a origem dos recursos que propiciaram tal aumento. Parte importante deste se deveu ao redirecionamento de recursos aplicados em ações e em modalidades tradicionais, como a poupança. De um lado, houve transferência significativa da aplicação direta em ações para fundos de ações. De outro, o saldo de poupança cai para apenas 29% do saldo de fundos de renda fixa em 2010, quando ambos eram muito próximos em 1995[321]. De fato, a captação dos maiores bancos brasileiros via caderneta de poupança reduziu-se sensivelmente a partir do final dos anos 1990, com exceção da Caixa (que permaneceu acima de 40%). Itaú, Bradesco e Banco do Brasil, por exemplo, terminaram 2007 em um patamar de 18% de captação via poupança (contra 52,5%, 51,8% e 26,9% respectivamente em 1997), e o Santander, de 10%[322]. Conforme os fundos foram se tornando mais populares, é de se esperar que novos aportes de recursos também tenham se dirigido prioritariamente para eles.

Consequentemente, a participação do Brasil no total mundial de ativos controlados por fundos de investimento se ampliou: de aproximadamente 1,25% no início dos anos 2000, para 4% em 2010[323]. Isso significou uma mudança de trajetória, já que de 1996 a 1999 houve redução no peso, e entre 2000 e 2003, oscilação – com aumentos e diminuições em relação ao resto do mundo. De 2004 a 2010, a ampliação foi contínua[324]. Assim, além dos efeitos das políticas adotadas nas

315 VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 77.
316 Dados sobre fundos foram obtidos com a ANBIMA e sobre o PIB, com o IBGE.
317 Não estão inclusos nesse número os fundos de cotas.
318 "O estoque dos ativos [financeiros da economia] em relação ao PIB também cresceu, passando de 61% em 1995 para 159% em 2010" (VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 85.)
319 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 56.
320 Cf. PLANTIER, "Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds", fig. 12 e 20.
321 Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 76.
322 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil. Além disso, um episódio bastante revelador ocorreu em 2012, quando a queda dos juros ameaçou a atratividade dos fundos de renda fixa e de títulos da dívida em relação à caderneta de poupança (que não paga Imposto de Renda e cujo montante de recursos deve ser distribuído, desde 2010, da seguinte forma: no mínimo 65% para operações de financiamento imobiliário e 20% para "encaixe obrigatório" no Banco Central). O governo Dilma alterou então a regra de cálculo da remuneração desta, de forma a evitar a migração de recursos.
323 Cálculo a partir de dados de relatórios da ICI (Cf. ICI, "Investment Company Institute - Fact Book".).
324 Deve-se levar em conta, contudo, que em 2004 o câmbio estava depreciado em relação aos anos subsequentes.

últimas décadas no país, esse crescimento da indústria de fundos brasileiros pode ser também atribuído a fatores como maior liquidez e menor custo de transação em relação a outros tipos de investimento, o aumento da sofisticação do mercado (novos produtos, crescimento dos derivativos, etc.) e a própria mundialização financeira, que facilitou a mobilidade internacional de capital e a entrada de investidores no mercado doméstico[325].

Porém, apesar do crescimento dos fundos de investimento seguir o movimento geral da financeirização mundial, existem diferenças importantes em relação a países do centro (sobretudo ao gigante estadunidense). Primeiramente, a maior parte dos recursos são alocados em operações com títulos da dívida pública federal (em detrimento de ações, títulos privados, etc.[326]): no período de 2002 a 2016, apenas entre 2007 e 2013 a alocação foi (ligeiramente) inferior a 60% para o conjunto dos fundos de investimento, tendo atingido mais de 70% entre 2002 e 2004, e em 2016[327]. Entre as causas disso figuram as altas taxas de juros e a maior segurança de crédito proporcionada pelos títulos públicos, e uma consequência é que discursos defendendo a importância dos fundos para o financiamento da produção revelam-se ideológicos[328]: não só o investimento no setor privado é relativamente fraco, como a dívida pública representa mais um 'fardo' (devido a seu alto custo, traduzido nos enormes juros pagos) do que um meio de alavancar novos investimentos do Estado.

Outra diferença importante refere-se ao tipo de investidor e de fundo. 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%[329]. Já no Brasil, no mesmo ano, apenas 18% da propriedade dos fundos estava nas mãos de investidores de varejo[330], ao passo que 32% pertenciam a fundos de pensão[331], por exemplo. Mais do que isso, a participação de investidores de varejo caiu ao longo dos anos, de mais de 30% do patrimônio líquido em 2005 para 17% em 2011, enquanto a dos investidores institucionais manteve a fatia de aproximadamente 40% e a do segmento "Private" ampliou seu peso (ver Gráfico 4).

Ainda assim, houve evolução da participação do Brasil nos ativos mundiais. Nova mudança ocorre em 2011, quando passa a haver queda contínua (recuando a 2,60% em 2014), mas há o efeito de nova depreciação cambial.

325 Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 81.

326 Como é o caso nos EUA, Reino Unido e Japão, por exemplo (Cf. PLANTIER, "Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds", fig. 3.). Além disso, o peso dos fundos em cada setor é diferente. 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, 17% das debêntures e 8% das ações (Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 78.).

327 Cf. "Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Julho/2017", 7.

328 Essa afirmação aplica-se a fundos de investimento e de pensão, mas é preciso considerar que é possível investir diretamente em produtos de financiamento privado, como debêntures, etc.

329 Cf. ICI, "2013 Investment Company Fact Book", 90 e 105.

330 Da mesma forma, uma porcentagem irrisória da dívida pública está diretamente nas mãos desse tipo de investidor (Tesouro Direto).

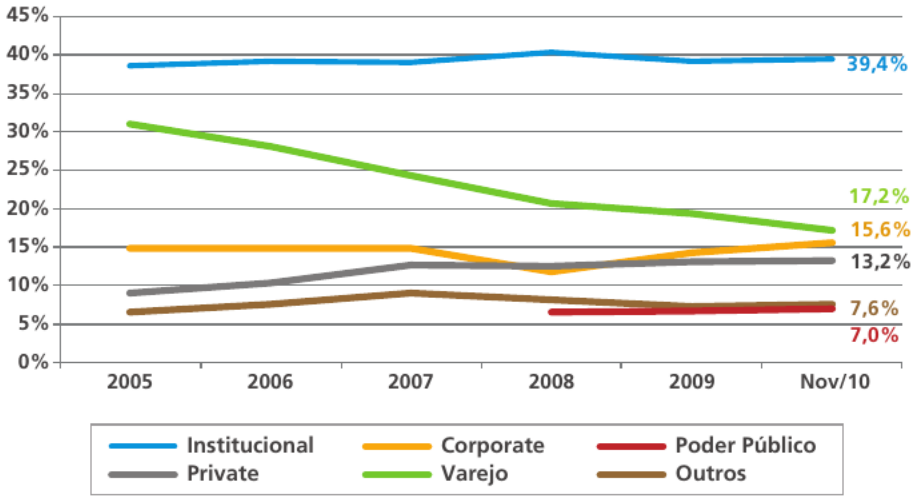
331 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 73.

Tabela 3 – Patrimônio Líquido de fundos de investimento por ativo

	Títulos públicos federais	Debêntures	Ações	No exterior	Total
2002	73,46%	4,76%	10,89%	n.d	89,11%
2003	75,88%	3,82%	10,33%	n.d	90,03%
2004	70,82%	2,80%	11,18%	n.d	84,80%
2005	68,67%	3,93%	11,16%	n.d	83,76%
2006	63,63%	4,62%	15,26%	n.d	83,51%
2007	57,14%	4,17%	21,71%	n.d	83,02%
2008	57,48%	4,44%	14,45%	n.d	76,37%
2009	58,74%	3,71%	17,65%	n.d	80,10%
2010	57,37%	4,18%	17,99%	0,38%	79,91%
2011	57,39%	3,63%	14,72%	0,67%	76,41%
2012	59,64%	3,81%	14,15%	1,66%	79,26%
2013	59,53%	3,75%	13,90%	2,06%	79,24%
2014	61,43%	3,61%	11,73%	1,98%	78,74%
2015	65,07%	3,25%	8,49%	1,63%	78,43%
2016	70,78%	2,64%	8,49%	0,82%	82,74%

Fonte: ANBIMA – Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos (elaboração própria).

Gráfico 4 – Evolução da distribuição dos ativos de fundos de investimento por tipo de investidor



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

Ademais, em 2010, 67% dos fundos brasileiros eram "exclusivos"[332] (ou seja, detidos por milionários ou pessoas jurídicas, inclusive e sobretudo investidores institucionais: fundos de pensão, seguradoras, etc.). Essa forma de investimento é muito interessante para as grandes fortunas, por possuir um custo reduzido e trazer benefícios em relação ao investimento de pessoas

332 Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 76.

físicas. Em muitos casos, são "apenas um veículo com o objetivo de diminuir o custo fiscal ou de transação"[333]. Vale lembrar que, em 2010, o total arrecadado com taxas de administração (incluindo fundos exclusivos) foi de aproximadamente R$13 bilhões (sendo R$9 bilhões pelos bancos comerciais, R$2 bilhões pelos gestores independentes e R$660 milhões pelos bancos de investimento)[334].

Do mesmo modo, o mercado financeiro é também uma fonte não desprezível de recursos para o governo, tendo sido responsável por 11% das receitas tributárias em 2007[335]. Por outro lado, o governo brasileiro possui uma política diferenciada para estrangeiros, sobretudo de países com "tributação não favorecida". Em alguns casos, a tributação pode chegar a zero, como nos investimentos em ações[336], o que não deixa de ser uma transferência de renda para o país estrangeiro.

Esse cenário revela, portanto, que o mercado de fundos de investimento na primeira década do século XXI passou a recobrir grande parte da riqueza em posse de investidores institucionais. As três maiores seguradoras do país, por exemplo, possuem pelo menos 80% de seus ativos aplicados via fundos de investimento[337]. Esse processo tomou corpo justamente em meados dos anos 2000, pois antes aplicava-se diretamente nos títulos financeiros (conforme as respectivas demonstrações financeiras). Além disso, entidades abertas de previdência privada e mesmo fundos de pensão também se utilizam muito de fundos para reduzir seus custos, mas também para terceirizar parte da gestão de seus investimentos ou diversificá-los. Isso explica por que, desde 2005, mais de 40% dos fundos brasileiros são "em cotas" (fundos de fundos), de modo que estes "tinham R$787 bilhões em dezembro de 2010, ou 32% do total [do patrimônio líquido], e os fundos exclusivos (…) detinham na mesma data R$1.751 bilhões, ou 72% do mesmo total"[338].

Essa proporção elevada de fundos em cotas relaciona-se a outro traço do mercado de fundos no Brasil: os bancos dominam a distribuição para os investidores de varejo – utilizando-se dos fundos em cotas para segmentar sua clientela[339]. Essa é uma característica dos 'mercados emergentes' de forma geral, e especialmente marcante no Brasil, pois os bancos também são os

333 VARGA e WENGERT, 94.
334 Cf. VARGA e WENGERT, 99.
335 Cf. VARGA e WENGERT, 78.
336 Cf. VARGA e WENGERT, 80.
337 Os fundos de pensão terceirizam menos a gestão (ver próxima seção), embora a proporção seja significativa. Em 2002, o maior deles, a Previ, já possuía mais de 50% dos seus investimentos alocados em fundos de investimento e, em 2015, a proporção era superior a 60% (R$92 bilhões terceirizados, dos R$146 bilhões do seu principal plano). A Funcef, terceiro maior fundo de pensão, 83%. A Petros, segundo maior, possui um percentual bem mais baixo, mas isso se deve, em parte, ao alto percentual diretamente alocado em títulos da dívida pública federal (cerca de um terço, em 2013), (Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef".)
338 VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 91.
339 A principal forma de remuneração dos gestores e administradores é a "taxa de administração", que incide sobre o patrimônio investido. Bancos e outros comerciantes de fundos costumam possuir taxas de administração diferenciadas segundo o tamanho do capital aplicado pelo cliente, mesmo a alocação dos recursos sendo a mesma.

principais administradores de fundos[340]: eles correspondem a 17 dos 20 maiores, controlando igualmente 85% dos ativos[341]. A maior corretora 'independente' de investimentos do país, a XP Investimentos, ainda está muito aquém dos grandes bancos – com R$100 bilhões sob custódia em 2017, incluindo fundos, ações, previdência, seguros, etc. –, apesar de ter multiplicado por cem esse valor em sete anos. Não espanta, portanto, que sua relação com bancos tenha se estreitado, não só pelo fato de que está em seus planos abrir um, mas porque o Itaú comprou quase metade da empresa em 2017[342]. Da mesma forma, o fundo de pensão da Petrobras, a Petros, chegou a deter mais de 15% do capital votante da Itaúsa[343].

Assim, fica claro o alto grau de concentração do mercado de fundos brasileiro, no qual havia, em 2012, 92 administradores, dos quais os dez maiores eram responsáveis por 75% dos ativos sob gestão[344]. Por outro lado, gestores independentes ganharam espaço através de um nicho, o de risco mais elevado, nos quais os próprios bancos (e investidores institucionais) alocam seus investimentos através de fundos em cotas[345].

Uma das consequências pouco exploradas dessa grande concentração nos bancos são os possíveis impactos na economia oriundos das outras operações dessas instituições. Um estudo[346] mostra, por exemplo, que fundos de ações ligados a bancos tendem a investir mais em ações de empresas que tomam emprestado dos bancos detentores dos fundos. Mesmo se, como apontam os dados, os gestores desses fundos não conseguem antecipar a valorização e desvalorização das ações para tirar proveito disso, as ações dessas empresas deram melhores resultados em relação à média do mercado. Isso sugere que, embora não leve necessariamente à obtenção de informação privilegiada, a compra das ações por fundos dos bancos que fornecem crédito às empresas podem de alguma forma impactar as cotações, beneficiando-os de alguma forma. Porém, uma investigação mais aprofundada seria necessária para maiores conclusões.

De toda forma, esse cenário revela a força do setor bancário brasileiro, que é concentrado e conta com quatro instituições enormes, duas públicas (Banco do Brasil e Caixa[347], além do BNDES) e duas privadas (Itaú[348] e Bradesco). Ele se mostra também disposto a não perder as rédeas do setor

340 Tomado de forma geral. Ao se considerarem os tipos de fundo, vê-se, por exemplo, que bancos de investimentos concentram-se mais em fundos multimercado e os gestores independentes, em multimercado e ações (Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 92–94.).

341 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 14 e 64.

342 Cf. "100 bilhões de motivos para sorrir".

343 Contudo, o fundo encerrou sua participação no controle acionário da empresa em 2017. De todo modo, esse é um exemplo de como os fundos de pensão, mais até do que os bancos, vieram se destacando por seu ativismo, indicando membros de conselhos de administração das empresas em que investem.

344 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 73.

345 Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 95.

346 Cf. MALAQUIAS, PEIXOTO, e JONES, "Fundos de Investimentos, Bancos Administradores e Empréstimos Concedidos a Empresas Abertas".

347 Patrocinadores dos maiores fundos de pensão do país: Previ e Funcef (além da Petros, patrocinado pela Petrobras).

348 Patrocinador do maior fundo de pensão privado do Brasil.

financeiro do país, de modo que a constituição de um *shadow banking system* que rivalize com o sistema bancário mostra-se de difícil efetivação.

Para concluir, quanto à evolução do mercado de fundos no Brasil, cabe destacar ainda o aumento da participação da classe de "fundos de previdência", na qual se inclui o popular PGBL[349], comercializado por bancos e outras instituições. Em 1998, ano de sua criação, a alocação nessa classe correspondia a apenas 0,07% do total e, em 2002, ainda era de 2,89%. O crescimento desde então foi contínuo, atingindo 11% em 2010[350]. De fato, é compreensível o aumento da procura por previdência complementar nos anos 2000, tanto em razão das reformas da previdência[351] (e receio de possíveis mudanças adicionais) quanto da propaganda sobre as vantagens, e mesmo a necessidade, da poupança privada para a aposentadoria – inclusive por parte do governo: além do discurso sobre a crise da previdência pública, pode-se mencionar, por exemplo, que a Secretaria de Previdência Complementar distribuiu cerca de dois milhões de exemplares da cartilha *Conheça os fundos de pensão* em 2005[352].

Já os fundos de ações, apesar do bom momento da bolsa a partir de 2003, continuaram oscilando em torno dos 8% do patrimônio líquido total entre 2002 e 2005. Essa proporção começa a se elevar em 2006 e atinge um pico de 15% em 2007. Em seguida, em função da turbulência provocada pela crise mundial, há uma redução. Porém, um patamar acima dos 10% se mantém até 2010, declinando só a partir de 2011, quando a bolsa de fato começa a fraquejar[353].

O grau de internacionalização dos investimentos, por sua vez, é baixo em dois aspectos. Por um lado, a porcentagem de "investimentos no exterior" de fundos brasileiros é irrisória se comparada à dos demais tipos de ativos (ver Tabela 3), em boa medida por questões regulatórias: os fundos destinados ao público em geral (com exceção do tipo "Renda Fixa – Dívida Externa) possuem um limite de 20% do patrimônio líquido para investir no exterior[354] (embora muitos deles não façam esse tipo de alocação ou façam abaixo desse teto). Além disso, fundos estrangeiros não podem ser oferecidos a investidores domésticos e os fundos de pensão de modo geral também não possuem autorização para investir neles (apenas indiretamente, através de fundos de fundos)[355].

Por outro lado, estrangeiros também alocam relativamente muito poucos recursos em fundos

349 Plano Gerador de Benefícios Livres, criado em 1998. Não confundir fundos de previdência com os fundos de pensão, que são entidades fechadas (acesso limitado a um grupo de pessoas, normalmente funcionários de uma empresa). O VGBL (Vida Gerador de Benefícios Livres, criado em 2002), embora sirva a fins semelhantes, não se inclui aqui, pois é classificado como seguro (de pessoas).

350 Cf. "Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Julho/2017", 3.

351 A primeira foi no Governo FHC, em 1998. A segunda já foi no Governo Lula, em 2003. Mais detalhes no Capítulo 7.

352 Cf. JARDIM, "'Nova' elite no Brasil?", 393. A propaganda na mídia, por outro lado, já vinha com força desde os anos 1990 (Cf. JARDIM, "Passagem da previdência social para previdência privada".).

353 Cf. "Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Julho/2017", 4.

354 Cf. CVM, Instrução 555 de 26 de novembro de 2014 (redação original), 63, Art.101.

355 Cf. GILES et al., "Mutual Funds in Developing Markets", 39 e 44.

brasileiros. Sua participação no patrimônio líquido total não chega a 4% – embora represente um valor não desprezível, de mais de R$145 bilhões em 2017[356]. Quanto à presença de fundos estrangeiros no Brasil, fundos de investimento (sobretudo especializados em "emergentes" ou em determinadas regiões geográficas) e de pensão aplicam uma parcela pequena dos recursos em economias de fora do centro, apesar de um aumento recente. Em compensação, o Brasil é um dos principais destinos desses investimentos e chega a receber aproximadamente US$1 bilhão de um único fundo, tais como os controlados pelas gigantes Blackrock e Aberdeen.

Tabela 4 – Patrimônio Líquido de fundos de investimento alocado nas classes "ações" e "previdência"

	Ações	**Previdência**
1998	6,30%	0,07%
1999	6,84%	0,27%
2000	6,38%	0,60%
2001	7,14%	1,28%
2002	8,74%	2,89%
2003	7,87%	4,31%
2004	8,10%	5,80%
2005	7,99%	6,85%
2006	9,90%	7,93%
2007	15,19%	7,98%
2008	10,01%	9,89%
2009	11,84%	10,62%
2010	11,32%	11,01%
2011	9,35%	11,90%
2012	8,93%	12,85%
2013	8,35%	13,40%
2014	6,56%	14,86%
2015	4,67%	16,38%
2016	4,31%	17,63%

Fonte: ANBIMA – Consolidado histórico de fundos de investimento

Esses dados revelam o relativamente baixo grau de integração das operações do mercado financeiro brasileiro com o resto do mundo (onde se negociam basicamente títulos e ações locais), o que é corroborado pelo modo como as crises internacionais o atingem. Desde os anos 1990, duas delas tiveram impacto mais significativo na indústria de fundos de investimento brasileiros: a da Ásia, em 1997, e a segunda fase da crise financeira mundial de 2008 (a partir de setembro do mesmo ano, com a quebra do Lehman Brothers)[357]. Esta última revela com mais clareza a baixa integração internacional: a primeira fase da crise de 2008, caracterizada pelo problema com as

356 Cf. "Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Julho/2017", 6.
357 Cf. VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 105–6.

hipotecas estadunidenses, não afetou significativamente o Brasil, já que este não possuía ligações com esse tipo de negócio. Isso não significa, porém, isolamento em relação ao cenário externo. Ao contrário, há grande vulnerabilidade no que concerne aos fluxos de capital: a segunda fase da crise gerou uma importante crise de liquidez mundial, que impactou de modo contundente os mercados brasileiros, na medida em que a alteração dos portfólios internacionais levou ao redirecionamento de investimentos e a oscilação de preços dos títulos e ações locais.

Esse quadro revela o crescimento da indústria de fundos de investimento de forma geral e algumas de suas características mais salientes. Isso se relaciona, em grande medida, com as condições internacionais já mencionadas e da economia doméstica, assim como com as consequências das reformas e outras ações herdadas do período anterior. Por outro lado, certas medidas adotadas, ou que deixaram de ser adotadas/revertidas durante o governo Lula também tiveram a sua participação. A reforma da previdência de 2003, por exemplo, e aspectos regulatórios (ver Capítulo 7) contribuíram para o desenvolvimento dos mercados financeiros e, com isso, de um aspecto fundamental da financeirização.

Fundos de Pensão

Como dito anteriormente, os fundos de pensão – juridicamente designados como "Entidades Fechadas de Previdência Complementar" (EFPCs)[358] – 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. Porém, uma série de fatores dá-lhes especificidade, de modo que é justificável tratá-los separadamente, inclusive em relação às Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPCs)[359]. Estas, de fato, se distinguem pouco dos fundos de investimento em geral, tendo sua finalidade propriamente previdenciária muitas vezes descaracterizada[360]. Na prática, os recursos dos planos PGBL e VGBL (praticamente o total do setor) são alocados em fundos de investimento para serem geridos.

Em primeiro lugar, a 'clientela' das EFPCs é restrita – os trabalhadores de determinada empresa ou sindicato/associação profissional[361] – e os participantes e assistidos normalmente possuem representação no conselho deliberativo. Assim, costuma haver estreita relação dos

358 Cap. III da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001.
359 Cap. IV da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001.
360 Cf DE CONTI, "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar", 11.
361 A modalidade gerida por sindicatos ou associações profissionais surgiu ainda no governo FHC, em 2001, porém como resposta ao *lobby* do Partido dos Trabalhadores (na figura de dois conhecidos deputados, Ricardo Berzoini e Luis Gushiken), e só foi regulamentada em 2003, já no governo Lula. Ela continua, porém, minoritária em relação às patrocinadas por empresas, sendo de menos de 10% das entidades em 2016 (Cf. ABRAPP, "Consolidados Estatísticos Abrapp" (ano 2016).).

sindicatos com a gestão dessas entidades, para além da própria empresa patrocinadora. Nas três maiores EFPCs do Brasil (Previ, Petros e Funcef), responsáveis por quase metade dos recursos detidos pelo conjunto do setor, 50% dos assentos são eleitos pelos participantes e assistidos, normalmente entre candidatos ligados ao sindicalismo.

Uma vez que normalmente a empresa patrocinadora também realiza aportes, proporcionalmente às contribuições dos funcionários, outra característica das EFPCs é que o volume de recursos centralizado supera em muito a capacidade de poupança dos participantes. Na Previ, por exemplo, o Banco do Brasil custeia 50% do Plano de Benefícios 1 (o maior plano), ou seja, contribui na proporção de 1 para 1[362]. Isso, somado ao fato de que as aplicações são de longo prazo, confere às EFPCs a gestão de um grande volume de recursos que permanecerá bastante tempo sob seu controle. Além disso, diferentemente das administradoras de fundos de investimento e de planos abertos de previdência complementar, a empresa patrocinadora é, pela legislação, corresponsável pelos resultados do fundo[363]. Numa eventual incapacidade de pagamento das aposentadorias, ela deve tomar parte no fornecimento de recursos para tanto. Esse constrangimento legal forçosamente desperta um interesse particular da empresa pelos resultados da política de investimentos, sobretudo nos planos de benefício definido.

A respeito dos investimentos, a finalidade propriamente previdenciária das EFPCs a princípio coloca a segurança, o equilíbrio atuarial e o longo prazo como balizas das decisões, o que, aliado aos juros altos da economia brasileira e à tendência à extinção dos planos de benefício definido, tornam o perfil delas bastante conservador (com alto investimento em títulos públicos). Porém, 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 investem mais em renda variável do que a média, sendo a primeira o caso mais expressivo: cerca do dobro da média em renda variável e metade da média em renda fixa[364]. Essa situação se explica em grande parte pelo fato de se tratar de EFPCs antigas, em que o peso de planos de benefício definido é grande. Para poder honrar os compromissos assumidos, é preciso rendimentos mais elevados, aumentando-se o risco. Nos planos de contribuição definida ou variável, o risco quanto ao rendimento final recai sobre o participante.

Por fim, há ainda uma regulação mais específica sobre as EFPCs, mesmo em relação às

362 "Art. 65. As condições de custeio relativas aos planos de benefícios administrados pela PREVI, patrocinados pelo Banco do Brasil S.A. e pela própria PREVI, serão estabelecidas nos respectivos regulamentos, obedecendo-se, como diretriz geral, que os patrocinadores arcarão com 50% (cinqüenta por cento) do custo normal da Parte Geral do Plano de Benefícios no 1" ("Previ - Estatutos".). Em relação à Funpresp, entidade criada para a complementação da aposentadorias dos servidores federais, a contribuição também é de 1 para 1.

363 Cf. DE CONTI, "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar", 11.

364 Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 23.

entidades abertas[365]. Certas limitações, por exemplo, condicionam mais suas estratégias de investimento, normalmente impondo tetos (e antigamente, também pisos) de alocação por classe de ativos. No caso brasileiro, como as maiores EFPCs são de empresas estatais, a legislação e outras medidas governamentais não são apenas limitadoras, mas indutoras das estratégias de investimentos, como observa Bruno de Conti[366]. Um exemplo claro pode ser tirado dos anos 1990, quando os recursos foram amplamente utilizado nas privatizações[367] e no controle de empresas via assentos nos conselhos de administração (com destaque para a participação acionária da Previ na Perdigão e na Embraer, por exemplo)[368]. A influência do governo, e do arranjo lulista em particular (como se verá adiante), também pode ser, portanto, outro fator explicativo do perfil menos conservador dessas entidades em relação à média das EFPCs.

Vale lembrar que, com a abertura comercial e financeira e o avanço da financeirização dela decorrente, as EFPCs brasileiras passavam por um grande acúmulo de recursos nesse período. Isso se traduziu numa forte elevação da proporção dos seus ativos[369] em relação ao PIB – tornando-as importantes investidores institucionais, como mostram os dados da ABRAPP[370]: de 3,3% do PIB em 1990, para 9,2% em 1996, chegando a 13,2% em 2000. Não por acaso, as EFPCs já começavam a seguir certas normas internacionais, implementando e aprimorando dispositivos de governança corporativa – a fim de, entre outras coisas, "otimizar o desempenho" e "valorizar os ativos"[371] dos mesmos. Por outro lado, seus investimentos no exterior permaneceram marginais[372] ao longo dos

365 Ver Capítulo 7 e SOUZA, "As entidades fechadas de previdência complementar enquanto instrumentos de atuação do Estado na economia".

366 "Em grande parte das EFPCs, a empresa patrocinadora tem representantes no conselho responsável por determinar as diretrizes da entidade, o que inclui suas aplicações financeiras. Isso é particularmente importante de ser destacado para as empresas públicas, pois seus representantes nos conselhos supracitados têm a possibilidade de interferir nas estratégias de alocação dos recursos dos fundos em questão, no sentido de adequá-las a eventuais determinações ou prioridades governamentais" (DE CONTI, "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar", 18.).

367 Segundo a única informação sobre isso na Abrapp, entre 1991 e 1995, a participação dos fundos de pensão nas privatizações foi de 16,8% do total de recursos – cerca de US$1,4 bilhões (Cf. ABRAPP, "Consolidados Estatísticos Abrapp" (ano 1996).). Durante o governo FHC, o volume foi ainda maior, embora o valor percentual seja bem inferior devido à massiva participação de capital estrangeiro nessa fase: US$4,6 bilhões (6%) de 1995 a 2002. Aliás, ao contrário do que se supõe, fora o setor de telecomunicações e de energia elétrica, os maiores beneficiários das privatizações foram os grandes grupos econômicos nacionais, não o capital estrangeiro (Cf. ROCHA, "Grupos econômicos e capital financeiro", 53.).

368 Cf. JESUS, "Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI", 34, 40 e 51.

369 A maior parte dos dados sobre as EFPCs foram obtidos na ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar). Ela fornece alguns dados sobre "ativos" (ex. Relação ativos/PIB) e outros sobre "investimentos" (ex. tipo de alocação; participação de cada entidade no todo), cuja diferença, na prática, é pequena (embora "investimentos" reflita melhor o quanto de recursos as entidades de previdência complementar gerem/alocam). Por isso, cada termo será utilizado conforme o dado disponibilizado.

370 Cf. ABRAPP, "Consolidados Estatísticos Abrapp".

371 JESUS, "Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI", 19 e 66.

372 Menos de 1% dos ativos, entre outras razões, por barreiras regulatórias (Cf. CHIECO, "Fundos de pensão sulamericanos ampliam alocação no exterior; Brasil ainda é iniciante".) e pela atratividade dos títulos públicos domésticos.

anos, contra uma média internacional de 36,6% em 2014[373].

Desse modo, as privatizações dos anos 1990 representaram um amplo processo de interconexão entre os grandes grupos econômicos nacionais – já consolidados ou em fase de consolidação – e as EFPCs. 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"[374]. Em muitos casos, essas entidades de previdência se tornaram até controladoras ou acionistas importantes dos grupos, como no caso da BRFoods, da CPFL e da Vale[375], reforçando estruturas nos moldes do "capital financeiro" (na acepção de Hilferding) no Brasil. A conexão promovida pelo governo Lula entre BNDES, empresas estatais, centrais sindicais e grande capital privado fez, portanto, com que aquele período tenha sido, ao contrário do que se esperava, o de maior crescimento dos grupos econômicos.

Apesar do crescimento expressivo na década de 1990, a proporção dos ativos das EFPCs em relação ao PIB continuou a se elevar durante os anos 2000, atingindo um pico de 17,2% em 2007 (pré-crise mundial) e terminando 2010 em 14,4%. Além disso, como o próprio PIB teve crescimento real acumulado de quase 40%[376] entre 2000 e 2008 devido ao bom momento da economia, o próprio montante absoluto de ativos atingiu um patamar bem superior ao da década anterior. Em valores constantes[377], tem-se: R$285 bilhões em 1996, R$365 bilhões em 2003 (+27,62%) e R$558 bilhões em 2010 (+52,88%; ou seja, quase dobrando entre 1996 e 2010). Essa elevação de recursos foi acompanhada da permanência da concentração do setor no período analisado[378]: às oito maiores EFPCs correspondiam 60,2% dos investimentos em 2002 e 59,1% em 2010; e somente às três maiores (Previ, Petros e Funcef), couberam 43,26% e 46,83% dos investimentos em cada ano, respectivamente.

373 Cf. OECD, "Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds (2015)", 36.

374 ROCHA, "Grupos econômicos e capital financeiro", 52.

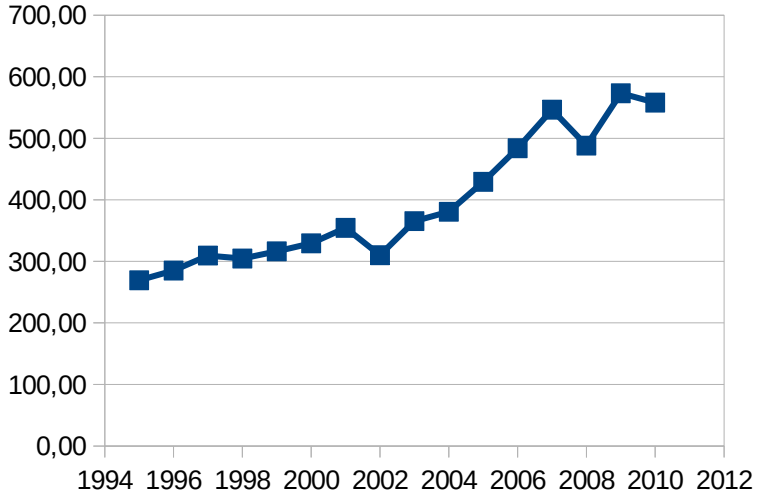
375 "Em conjunto, a Previ e o BNDESPar aumentaram seu ativo não circulante em 180 bilhões de reais durante a década passada, grande parte disso aplicados em participações em coligadas e subscrição de ações e debêntures. Mesmo instituições públicas com atuação menos expressiva na participação acionária em companhias abertas, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, mais que triplicaram seus recursos destinados à participação em coligadas. Segundo os dados indicam, a mobilização destes recursos e a sinalização de certa coerência em suas estratégias parecem ter, de certo modo, marcado a atuação dos fundos de pensão durante o governo do Partido dos Trabalhadores, resultando não só no crescimento dos vínculos com o grande capital nacional como também no amplo crescimento destes fundos a partir de então" (ROCHA, 79–80.).

376 Cálculo a partir de "Ipeadata", seç. "PIB Brasil variação real".

377 Em reais de 2010. 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 e também por ser bem próximo ao que o Banco Central emprega para obter o PIB a valores constantes.

378 Quanto a isso, a Funpresp, criada em 2003, mas em funcionamento somente desde 2013, deverá crescer bastante nos próximos anos, aprofundando essa concentração das EFPCs com primazia do Estado.

Gráfico 5 – Ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (R$ bilhões de 2010, deflacionados pelo IGP-DI)



Fonte: ABRAPP – Consolidados estatísticos (elaboração própria).

Tabela 5 – Carteira de investimentos de entidades fechadas e abertas de previdência complementar (em R$ bilhões de 2010 e em % do PIB)

	EFPC	EFPC/PIB	EAPC	EAPC/PIB	Total	Total/PIB
1995	206,82	8,14%	12,74	0,50%	219,56	8,64%
1996	235,95	8,39%	15,28	0,54%	251,23	8,93%
1997	266,05	9,12%	19,14	0,66%	285,20	9,78%
1998	273,31	9,05%	25,24	0,84%	298,55	9,89%
1999	288,94	10,58%	31,95	1,17%	320,89	11,75%
2000	297,33	10,85%	37,85	1,38%	335,18	12,23%
2001	320,05	11,75%	50,15	1,84%	370,19	13,59%
2002	275,98	11,32%	52,43	2,15%	328,41	13,47%
2003	328,86	12,58%	73,73	2,82%	402,59	15,40%
2004	347,01	13,07%	89,53	3,37%	436,54	16,44%
2005	395,72	13,60%	109,18	3,75%	504,90	17,36%
2006	454,81	14,62%	131,83	4,24%	586,64	18,85%
2007	521,58	16,02%	152,56	4,69%	674,14	20,70%
2008	459,93	13,48%	160,60	4,71%	620,53	18,19%
2009	547,75	14,77%	203,72	5,49%	751,47	20,26%
2010	538,42	13,86%	223,26	5,75%	761,68	19,60%

Fonte: ABRAPP – Consolidados estatísticos, para as EFPCs; FENAPREVI – Dados estatísticos, para as EAPCs; Banco Central do Brasil – Séries Temporais, tabela 1207, para o PIB (elaboração própria).
Valores deflacionados pelo IGP-DI, o mesmo índice usado pela ANBIMA para os fundos de investimento, e próximo ao índice usado pelo BCB para corrigir o valor do PIB.
(Elaboração própria)
Obs. Como os dados disponíveis sobre as entidades abertas se referem à carteira de investimentos, utilizaram-se os dados análogos para as entidades fechadas (inferiores, portanto, aos ativos, já que parte destes não correspondem a investimentos).

Alterações na alocação dos recursos também ocorreram. Em 2002, 86,5% dos investimentos

estavam nas classes de “renda fixa” e de “renda variável”, tendo se elevado a 92,3% em 2010. Esse aumento se deveu quase inteiramente ao aumento da parte em renda variável, de 27,7% para 33,2% (o que corresponde a aproximadamente R$30 bilhões a mais, em reais de 2010), mesmo com a crise de 2008[379]. Contudo, esse aumento da participação das EFPCs no mercado acionário não ocorreu em detrimento da “renda fixa”, mas das aplicações nas categorias de “imóveis” e de “empréstimos” (sobretudo financiamento imobiliário). Estas já apresentavam uma fatia modesta em 2002, cerca de 10%, e se reduziram a cerca de metade disso. A mudança na estratégia de investimentos fica mais flagrante quando se leva em conta que renda fixa e variável representavam 70,5% da carteira em 1996, enquanto “imóveis” correspondia a 19,3% (20,2% ao se adicionar a classe de “empréstimos”).

A posse direta de títulos da dívida pública – que já possuía 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 EFPCs. Todavia, o peso desses títulos é ainda maior, pois a maioria dos recursos não é gerida diretamente pelas entidades, mas terceirizada através da aplicação em fundos de investimento[380], que, por sua vez, também investem significativamente em títulos públicos.

Para saber com precisão quanto desses recursos alocados via fundos de investimento está em títulos da dívida pública, seria necessário 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 renda fixa (alta participação de títulos públicos), 24,5% em ações, 22,4% em multimercado e 8,6% em outras classes. No mesmo ano, 57,4% do total de recursos em fundos de investimento brasileiros estavam alocados em títulos da dívida pública federal[381].

Conti realiza uma análise das três maiores, Previ, Petros e Funcef, porém só fornece dados para 2013. Embora possuam um perfil menos conservador que a média das EFPCs[382], na Previ e na

379 Entre 2003 e 2007, o bom momento da economia fez com que os ativos de renda variável tivessem grande valorização e ampliassem seu peso na carteira das EFPCs. Porém, a crise de 2008 é um divisor de águas no padrão de investimento destas devido aos efeitos que teve sobre o mercado acionário. A proporção correspondente a renda variável cai sensivelmente em 2008, e se recupera um pouco a partir de 2009, permanecendo, porém, em um patamar inferior ao do período 2004-2007 (sobretudo na aplicação direta em ações). Após 2010, a tendência é novamente declinante, retornando aos patamares de 2003. Já a proporção de renda fixa se eleva e recupera os níveis de 2004 (de aprox. 60% da carteira), (Cf. DE CONTI, “TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar”, 22 a 27.).

380 Isso significa que não é possível simplesmente somar os recursos geridos por EFPCs e fundos de investimentos (além de seguradoras) para saber quanto esses atores das finanças centralizam em suas mãos.

381 Cf. ANBIMA, “Consolidado Histórico ANBIMA” (dez/2011).

382 Como termo de comparação, tomemos os dados de 2010 sobre a maior EFPC de empresa privada (6ª do ranking naquele ano), a da Fundação Itaubanco: 32,9% dos ativos alocados diretamente em títulos públicos e 10,7% em crédito privado; e 45,7% dos ativos em gestão terceirizada (alocados em fundos de investimento). Do total da

Petros a participação de títulos públicos (sem contar o restante alocado em outros produtos de renda fixa) era da ordem de um quarto da carteira total (26,8% e 24,6%, respectivamente), chegando, na Funcef, a quase um terço (32,7%)[383]. Além disso, há diferenças nos tipos de títulos adquiridos e na estratégia de investimento: a Petros é a menos conservadora, pois, ao contrário das outras duas, veio aumentando a parcela de "títulos para negociação" na sua carteira, em detrimento dos "levados ao vencimento". Ela também é a que mais possui investimentos diretos em títulos públicos, enquanto as demais praticamente transferiram toda a sua alocação nesses papéis para fundos de investimento. A Funcef, talvez por influência da 'vocação' imobiliária da Caixa, possui alocação expressiva em empreendimentos imobiliários de alto padrão: em 2009, a carteira de imóveis da Funcef incluía "13 *shoppings centers*, 4 hotéis, 3 outros fundos de investimentos imobiliários e aproximadamente 130 imóveis para renda, com patrimônio total de 1,96 bilhões de reais"[384].

Assim, durante o governo Lula, as EFPCs atingiram um novo patamar, o que pode ser percebido pela quantidade de órgãos e entidades atuando simultaneamente na questão:

> A administração dos fundos de pensão passou a ser regulada pela SPC [Secretaria de Previdência Complementar], que tem suas atividades regulamentadas pelo Conselho Geral de Previdência Complementar (CGPC). Outros órgãos como o Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS), a SUSEP e o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), trabalham conjuntamente na criação de regras para o sistema. Há ainda duas associações representativas, a saber, a Associação Brasileira de Previdência Privada (ABRAPP) e a Associação Nacional de Participantes de Fundos de Pensão (ANAPAR)[385].

Além disso, algumas mudanças significativas ocorreram, dentre as quais uma de natureza política: o estreitamento da relação entre as EFPCs ligadas às estatais e o governo. Ainda no primeiro ano do primeiro mandato, vários presidentes de EFPCs e de empresas patrocinadoras foram substituídos por pessoas diretamente ligadas ao próprio Partido dos Trabalhadores (e não a aliados) e, sobretudo, ao meio sindical[386]. Assim, o governo Lula mostrou-se decidido a influenciar de perto esses agentes financeiros desde o início, e o peso dos sindicatos nessas entidades aumentou. Porém, se no governo Fernando Henrique Cardoso as EFPCs foram impelidas principalmente a tomar parte nos processos de privatização, a partir de Lula ampliaram-se os investimentos em grandes grupos nacionais e em infraestrutura, como mostram as análises de Conti. Os dados só cobrem o período pós-2004, mas mostram que houve certa reorientação de alguns investimentos na classe de renda variável[387].

carteira, tem-se 84,63% dos ativos em renda fixa e 13% em renda variável (Cf. "Relatório anual 2010 - Fundação Itaubanco (fundo de pensão)", 2 e 47.).

383 Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 69.

384 FIX, "Uma ponte para a especulação", 48.

385 JARDIM, "Entre a Solidariedade e o risco", 78.

386 Até 2010, Sérgio Rosa ficou na Previ e Wagner Pinheiro, na Petros. Ambos foram do sindicato dos bancários e ligados ao PT. Na Funcef, até 2011, ficou o economista Guilherme Lacerda, coordenador geral da campanha de Lula no Espírito Santo. Para mais informações sobre os dirigentes dessas três entidades: SOUZA, "As entidades fechadas de previdência complementar enquanto instrumentos de atuação do Estado na economia"..

387 Para a Previ e Petros há dados mais detalhados. Os relatórios da Funcef não permitiram ao autor uma análise tão

Com relação aos "campeões nacionais", destaca-se, por exemplo, o aumento dos investimentos no setor de alimentação e bebida, no qual figuram a BRFoods (surgida da fusão entre Sadia e Perdigão), Ambev e a JBS. Quanto à infraestrutura, 2007 é apontado como um ano marcante para a modalidade devido ao lançamento do PAC[388], ainda que em termos percentuais esses investimentos permaneçam marginais. Um terceiro ponto relevante é o aumento de investimentos no setor bancário e de serviços financeiros (notório pela sua rentabilidade e cujas ações se desvalorizaram menos do que a média na crise de 2008). A Petros, por exemplo, adquiriu 12,7% das ações da Itaúsa em 2007, de modo que seus investimentos no setor passaram de 8,1% da carteira de renda variável em 2004 (incluindo-se alocação direta e via fundos), para 22,1% em 2010[389]. Do mesmo modo, várias instituições financeiras figuram na lista da Previ das empresas mais importantes em volume de recursos aplicados.

Outro fenômeno relacionado as EFPCs brasileiras, como mostrado anteriormente, foi a intensificação da terceirização da gestão. Ele se iniciou já na segunda metade dos anos 1990, quando a proporção média de investimento em fundos em relação ao total da carteira passa de 19,4% em 1996 para 48,1% em 2000. Em 2001, essa proporção ultrapassava 50% e continuou aumentando: já era de 52,9% em 2002 e termina a década em 54,3%[390]. Contudo, é preciso considerar com cautela esses dados. 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[391] – ao custo, contudo, de taxas como em qualquer fundo de investimento. Em relação à Previ, por exemplo, embora mais de 50% da carteira seja há anos terceirizada, os relatórios anuais mostram que mais de 98% desses recursos estão em fundos exclusivos da Previ na BB DTVM[392]. Uma vez que o comitê de investimentos do fundo é composto majoritariamente por representantes desta, cabe a ela, em última instância, a decisão sobre as alocações.

De todo modo, mesmo nesse caso específico (assim como no da Funcef), é interessante notar que as taxas são pagas à própria empresa patrocinadora (que é também administradora dos fundos), a qual, além de tudo, amplia sua influência sobre os investimentos da sua patrocinada –

minuciosa.

388 Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 72.

389 Cf. DE CONTI, 51 e 53.

390 Cf. ABRAPP, "Consolidados Estatísticos Abrapp".

391 "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, "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar", 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, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 63.).

392 Gestora de fundos de investimento do Banco do Brasil.

através de sua participação, ainda que minoritária, no comitê de investimentos dos fundos[393]. Considerando a situação geral das EFPCs, com tal grau de terceirização da gestão, pode-se perceber a ascendência das administradoras de fundos de investimento (leia-se bancos, basicamente) sobre boa parte dos recursos em posse das EFPCs (cerca de R$290 bilhões em 2010 a valores correntes, por exemplo). Sem mencionar seus ganhos com taxas (de administração, de custódia, de performance, etc.), difíceis de estimar devido à sua variabilidade.

Nesse sentido, seria fundamental uma investigação mais aprofundada sobre esse tipo de relação entre os agentes financeiros, com primazia dos bancos, em que há uma espécie de retroalimentação da financeirização. Por um lado, as EFPCs compram ações de instituições financeiras, ao mesmo tempo impulsionando suas cotações e se beneficiando de suas operações (o que inclui o rentismo sobre a dívida pública). Por outro, a terceirização da gestão confere poder de influência e informações aos bancos sobre a alocação de recursos que, a princípio, não estariam sob sua interferência. Por fim, no caso das entidades abertas de previdência complementar, como se verá mais à frente, o setor é dominado pelos maiores bancos brasileiros. Ou seja, diferentemente de outros países (onde há maior diversificação de instituições), no Brasil os bancos[394] controlam até mesmo essas novas modalidades pelas quais a financeirização avança (fundos de investimento, previdência complementar, seguros, etc.).

Aposentadoria complementar e neoliberalismo

Paralelamente ao grande aumento de recursos detidos pelas EFPCs (de 95%), houve elevação importante dos participantes ativos no mesmo período: de cerca de 1,5 milhão em 2002[395] para quase 2 milhões em 2010 (+31%). Essa evolução se deve, pelo menos em parte, aos estímulos do governo Lula às EFPCs[396], sobretudo ao se levar em conta que o aumento do número de participantes foi maior do que a média na Funcef (+56%) e na Petros (+106%). Por outro lado, nestas e na Previ, tratou-se em grande medida do reflexo da ampliação do quadro de funcionários das empresas patrocinadoras, que foi próxima ou maior que a de participantes das respectivas EFPCs (em percentual).

Esse quadro se refletiu em um ligeiro aumento da proporção de participantes de EFPCs na População Ocupada do país, que, contudo, permanece ínfima: de 2,04% passou a 2,29%[397]. É

393 No maior fundo de ações da Previ ("Carteira Ativa"), por exemplo, são 3 membros indicados pela Previ e 2 pela BB DTVM (Cf. "Regulamento do BB Carteira Ativa Fundo de Investimento em Ações".).

394 Mesmo através de empresas formalmente distintas (por causa da legislação) que, contudo, fazem parte do mesmo conglomerado.

395 O único dado fornecido para a década de 1990 é uma estimativa (provavelmente sobrevalorizada) de 1998: 1,6 milhão de participantes ativos.

396 Ver p.96.

397 Em relação à População Economicamente Ativa, há até diminuição do percentual. Ou seja, o número de participantes de EFPCs se elevou ligeiramente em proporção dos 'que estão empregados', mas se reduziu em

igualmente digno de nota que a quantidade de entidades não sofreu um aumento tão relevante: de 354 entidades em 1996, passou-se a 372 em 2007 (+5,08%, quando atinge o ápice) e terminou 2010 em 368. Por um lado, parece razoável supor que o aumento de entidades tende a ser limitado: para uma empresa constituir uma EFPC, é preciso ter um porte mínimo devido aos custos envolvidos e às questões atuariais. Apenas como parâmetro, pode-se constatar que a quantidade atual de entidades é um pouco superior à de empresas cotadas na bolsa de valores. Por outro lado, segundo a ABRAPP, as menores EFPCs da lista em 2016 possuíam investimentos de poucas centenas de milhares de reais, o que deixaria ainda uma margem para muitas empresas criarem suas EFPCs. O mais significativo, porém, é a evolução pífia de entidades instituídas por sindicatos ou associações profissionais, apesar do estímulo governamental, e o declínio paulatino do número de entidades em geral que veio ocorrendo desde 2010, ou seja, ainda em governos petistas. Chegou-se a um patamar inferior ao que era em 1996, terminando o ano de 2014 com 317 entidades[398].

Esse cenário revela que o crescimento de participantes e recursos se deu por uma maior adesão de trabalhadores às já existentes (ou que se substituíram umas às outras), e não pela multiplicação delas (adoção por novas empresas). Por outro lado, o fraco aumento (e a diminuição posterior) na quantidade de EFPCs, assim como a progressiva substituição de planos de benefício definido pelos de contribuição definida ou variável[399], foi acompanhado do crescimento acelerado das entidades abertas de previdência complementar: estas já superam em muito o das fechadas em quantidade e podem chegar a ultrapassá-las em volume de ativos dentro de alguns anos[400]. Embora o governo Lula tenha se distinguido em alguns pontos de uma prática neoliberal *tout court*, o quadro aqui apresentado vai ao encontro dessa lógica e da ampliação da financeirização sob vários aspectos.

Em primeiro lugar, porque se transfere cada vez mais ao indivíduo a responsabilidade pela sua aposentadoria – beneficiando-se as empresas. Nas entidades abertas, não há vínculo com a empresa empregadora, já que, a rigor, não é preciso nem estar empregado, muito menos com vínculo formal. Basta fazer os aportes no fundo. Desse modo, as empresas não arcam com o custo usual de contribuir proporcionalmente ao investimento do trabalhador[401] e este não possui, portanto,

termos do total dos ‘aptos a trabalhar’.

398 Dados tirados de “Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Informes estatísticos”. Houve uma queda acentuada entre 2010 e 2011 devido a uma mudança de metodologia, na qual não se contabilizaram as EFPCs em fase de encerramento. Porém, como nos anos subsequentes o número permaneceu em um patamar mais baixo e se reduzindo (2016 terminou com 307 entidades), conclui-se que, de todo modo, houve diminuição.

399 Atualmente os planos de benefício definido, que garantem o recebimento futuro da quantia acordada, quase não são mais oferecidos (sobretudo por entidades abertas). Inclusive por estímulo das próprias empresas, eles vêm dando lugar às outras duas modalidades, que vieram aumentando rapidamente e já correspondem a mais de dois terços dos planos (Cf. DE CONTI, “TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar”.).

400 Em 2005, e relação entre os recursos em posse das EAPCs e os das EFPCs era de 27%. Em 2014, já correspondia a 60% (Cf. DE CONTI, 13.).

401 Cabe ressaltar que tal gasto da empresa não é trivial, já que ele concerne fundamentalmente aos estratos mais

o benefício desse complemento. Além disso, nem elas, nem as administradoras possuem qualquer responsabilidade sobre os resultados do plano aberto[402], que se torna, para todos os efeitos, um fundo de investimento qualquer (com os riscos que lhe são inerentes).

Em segundo lugar, nas entidades fechadas constitui-se certo espírito corporativo entre os trabalhadores por meio dos representantes de sindicatos ou associações profissionais no conselho de administração. Ainda que tais vínculos possam ser apenas formais em alguns casos, qualquer tentativa de redução de benefícios/direitos ou de uma mudança desfavorável na política de investimentos possui maior probabilidade de suscitar respostas mais organizadas. Além disso, abre-se a possibilidade de introdução de outras lógicas na política de investimentos, como se viu nas grandes EFPCs estatais, dando margem, assim, a um possível desvio (mesmo que limitado) da 'eficiência máxima' na aplicação dos recursos em nome de outros objetivos. Essas características das entidades fechadas abrandam tanto a prática neoliberal de individualização das condutas e de dissolução dos coletivos de trabalho quanto do imperativo financeiro exclusivo. Nesse ponto, se a premissa era a privatização de parte da previdência, fazia sentido político o governo Lula estimular preferencialmente as entidades fechadas, e não abertas.

Não obstante, mesmo nas entidades fechadas, a lógica da valorização financeira permanece central, e a substituição de planos de benefício definido (praticamente não mais ofertados) pelos de contribuição definida ou variável implica uma transferência de risco da entidade de previdência e da empresa para o trabalhador. Os efeitos dessa tendência ainda não se fazem sentir atualmente com toda sua intensidade, uma vez que os planos de benefício definido são mais antigos e ainda concentram mais de 70% dos recursos investidos. Contudo, a tendência é haver aumento da participação de renda fixa (sobretudo títulos da dívida pública) em seus investimentos, já que, justamente por não se comprometerem com um valor preestabelecido, os planos de contribuição definida/variável são mais conservadores (como mostra Conti[403]).

Por fim, se as EFPCs, em comparação com o sistema público por repartição, já implicam um avanço da financeirização no âmbito das aposentadorias, as entidades abertas ampliam drasticamente o escopo de possíveis participantes, já que não dependem de empresas ou associações patrocinadoras. Não é por acaso, portanto, que as primeiras EFPCs, de espírito corporativista e ligados ao Estado, se originaram décadas atrás, em meio a uma outra lógica social, ao passo que as modalidades de previdência aberta mais populares atualmente, os PGBL e os VGBL, datam,

elevados de trabalhadores, que desejam um complemento de aposentadoria (pois quem ganha até cinco salários mínimos por mês, mais de 90% dos indivíduos com rendimentos, está dentro do teto da previdência pública). De fato, mesmo somando-se os participantes ativos de EFPCs e de EAPCs em 2014, no qual há ocorrência de dupla contagem, chega-se a uma cifra não muito superior a 20 milhões de pessoas (Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 18.), cerca de 10% da população brasileira (ou 20% da PEA).

402 Nas EFPCs, a empresa patrocinadora é corresponsável e deve injetar recursos em caso de problemas financeiros.

403 Cf. DE CONTI, "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar", 30.

respectivamente de 1998 e de 2002 e centralizaram volumes crescentes de recursos nos anos 2000. As reformas da previdência (de FHC e de Lula) foram cruciais para tanto, ao criarem um teto para o valor das aposentadorias pagas pelo sistema público e ao introduzirem mecanismos que podem reduzir o benefício mesmo para quem contribui com o máximo permitido.

Nesse sentido, medidas importantes do governo Lula continuaram a estimular o sistema de previdência por capitalização e, portanto, a financeirização. O seu esforço em promover a adesão dos trabalhadores a EFPCs com vistas a fortalecer os sindicatos e associações parece, contudo, ter dado resultados ambíguos: por um lado, houve a criação da Funpresp (Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal) – uma fundação de direito privado com natureza pública e autonomia administrativa, financeira e gerencial – e o aumento de participantes e recursos das entidades existentes, inclusive nas maiores (de empresas públicas). Por outro lado, não se elevou a quantidade de EFPCs nem, por conseguinte, a sua capilaridade na sociedade. Ao estimular a preocupação com a aposentadoria de maneira geral, pode ter também levado muitas pessoas, na falta de opção, a procurar soluções individualizadas, através das entidades abertas.

Por fim, dois processos reforçaram a centralidade dos bancos na financeirização brasileira a esse respeito: o aumento da influência destes sobre a aplicação dos recursos, dada a terceirização da gestão das EFPCs[404]; e a maior procura pelas entidades abertas (na qual se incluem as seguradoras de pessoas), uma vez que as cinco maiores empresas do ramo (mais de 60% do mercado)[405], mas não só estas, pertencem a bancos ou são a eles associadas.

O nó dos fundos de pensão (EFPCs)

Resta tratar ainda de uma outra dimensão da relação entre o neoliberalismo e as EFPCs, já que, pelo seu próprio modo de funcionamento, estas produzem uma situação peculiar. Por um lado, reúnem a poupança de trabalhadores e são dirigidas sob influência sindical – sobretudo as patrocinadas por estatais, a partir do governo Lula. Por outro, aplicam seus recursos de forma capitalista, investindo em empresas (que exploram outros trabalhadores, ou até mesmo os próprios participantes), na dívida pública (que remunera os credores através de impostos pagos, direta ou indiretamente, pelos trabalhadores), etc. Ou seja, as EFPCs promovem uma contradição em seus participantes entre a condição de trabalhador e a de capitalista monetário – levada ao paroxismo na elite sindical, responsável por ao mesmo tempo administrar/acompanhar os investimentos das EFPCs e defender os interesses dos trabalhadores. Esses indivíduos são, assim, colocados em uma

404 Mesmo se nas grandes EFPCs isso não signifique necessariamente uma renúncia à determinação da política de investimentos, viu-se que a administradora do fundo de investimento ganha algum poder de influência e conhecimento privilegiado. Em EFPCs menores, isso deve ser ainda mais válido.
405 Cf. “Estatísticas - FenaPrevi”.

“situação contraditória de classe”[406], cuja discussão será retomada no Capítulo 8.

O sindicalismo dos anos 1990 e 2000 não pôde, assim, ficar insensível à questão, principalmente após a ascensão de Lula à Presidência: os sindicatos deveriam, afinal, combatê-las ou disputá-las? Neste caso, as EFPCs deveriam priorizar a rentabilidade financeira para remunerar o melhor possível a poupança de seus participantes, ou deveria ser um instrumento de melhora das condições dos trabalhadores e de transformação social de acordo com as prioridades destes? Em seus estudos, Maria A. Jardim[407] revelou a existência de tensões no seio dos trabalhadores quanto à evolução do sindicalismo após sua crise/transformação nos anos 1990. De um lado, havia um “sindicalismo tradicional”, sustentando a luta pelas bandeiras habituais (emprego, salário, jornada e condições de trabalho) e relativamente cético às EFPCs. De outro lado, uma elite sindical “reconvertida”[408] à lógica dos fundos de pensão e do mercado financeiro, defensora da participação ativa dos sindicatos nessas entidades como forma de disputar os rumos do capitalismo brasileiro. Esta vertente se fortaleceu com a ressignificação das EFPCs capitaneada pelo governo Lula[409], baseada em princípios de solidariedade e no discurso de uma “domesticação ou moralização” do capitalismo brasileiro, justamente através do poder adquirido pela possibilidade de dirigir os investimentos daquelas.

A autora apresenta alguns dos mecanismos dessa legitimação das EFPCs patrocinada pelo governo (e aproveitada pelas próprias empresas para se afirmarem e reduzirem conflitos), que tiveram como efeito aprofundar a penetração das finanças na sociedade: seminários e debates sobre o tema, propagandas e campanhas na mídia, a proliferação de cursos de educação financeira e até a distribuição de dois milhões de exemplares da cartilha “Conheça os fundos de pensão” pela Secretaria da Previdência Complementar em 2005. As centrais sindicais, por sua vez, também investiram na formação de gestores através de parcerias com o Ministério do Trabalho e consultorias especializadas, bem como criaram seus clubes de investimento. Além disso, pleitearam, embora sem sucesso, assentos no Conselho Monetário Nacional, mas conseguiram uma cadeira no conselho da bolsa de valores.

Jardim explicita, assim, a justificativa dos sindicatos para maior engajamento no capitalismo brasileiro: usar o poder das EFPCs a favor dos trabalhadores (conferindo-lhes ganhos monetários para suas aposentadorias) e aplicar a boa “governança corporativa” às empresas (moralizando seu funcionamento e combatendo a especulação dos mercados financeiros). É flagrante o deslocamento

406 Termo emprestado de Erik Olin Wright, embora aplicado a outro contexto.

407 Cf. JARDIM, “‘Nova’ elite no Brasil?”; Cf. JARDIM, “‘Domesticação’ e/ou ‘moralização do capitalismo’ no governo Lula”.

408 JARDIM, “‘Nova’ elite no Brasil?”, 365.

409 O programa de governo do PT em 2002 já previa o estímulo à previdência complementar através dos fundos de pensão, ao contrário de FHC, que foi acusado por sindicalistas e gestores de negligenciá-los em favor das entidades abertas.

semântico deste conceito, com importantes efeitos políticos: de princípios de gestão que visam à eficiência de mercado e o bom funcionamento dos mercados financeiros (ou seja, nascida do e para o mercado)[410], passa-se à ideia de uma condução "justa/ética" da empresa, de prestação de contas ao público no nível moral. Em resumo, "fazer uso do próprio capitalismo na luta contra a financeirização e especulação da economia é o novo *ethos* sindical; utilizar os fundos de pensão como inclusão social é o *ethos* de moralização do capitalismo; utilizar os fundos de pensão como dispositivo de aposentadoria é a nova solidariedade"[411].

Confrontando, porém, essas concepções com o que foi constatado empiricamente, a autora mostrou que "apesar do discurso incisivo em torno da ética e do social, os fundos de pensão se alimentam das altas taxas de juros e defendem uma política nesse sentido"[412]. Os dados apresentados neste capítulo apontam para a mesma conclusão, já que parte expressiva dos recursos das EFPCs se mantém alocada na dívida pública e outras modalidades de renda fixa, cujos rendimentos estão atrelados ao comportamento da taxa Selic. Mesmo se as maiores dentre elas, todas patrocinadas por estatais, são menos conservadoras e cumprem alguns objetivos desejados pelo Estado, é duvidoso que elas tenham o poder de "moralizar" o capitalismo, no sentido de introduzir preocupações éticas e de justiça social. Aliás, Previ, Petros e Funcef superaram suas respectivas metas atuariais em todos os anos entre 2002 e 2010 (com exceção de 2008, ano da crise mundial), às vezes por largas margens[413].

Nesse sentido, uma das conclusões de Jardim é contraditória com o que foi exposto por ela própria, ao afirmar que os sindicalistas inserem na agenda financeira pautas "sociais" e "morais"[414]. Não é demonstrado se, na política de investimentos ou na gestão das EFPCs, os administradores oriundos do sindicalismo realmente levantem tais bandeiras. E mesmo que as sustentem para além da retórica, fica a questão de se conseguiriam fazer valer sua posição dentro das empresas.

Admite-se também que o critério de rentabilidade e a especulação predominam[415], e outros indícios vão no mesmo sentido. Primeiramente, Arlete Nese mostra que, entre 1995 e 2009, um

410 A preocupação das EFPCs, sobretudo estatais, com a governança corporativa levou à realização de intercâmbios com instituições estrangeiras por parte da Previ, Funcef e Petros em 2003 a fim de aprimorar tais mecanismos (Cf. JESUS, "Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI", 70.). Por outro lado, Punsuvo et al. mostram uma correlação fraca e até negativa entre a participação de EFPCs em empresas e a adoção de práticas de governança corporativa (no seu sentido original) por parte destas, explicando que isso se deve à elevada concentração da propriedade das empresas no Brasil. Diferentemente, portanto, do cenário estadunidense (no qual a pulverização do controle acionário estimula e exigência de práticas de transparência, proteção dos acionistas minoritários, etc.), "nesse contexto, a [elevada] participação acionária dos investidores institucionais poderia agir como um substituto a outros mecanismos de governança" (PUNSUVO, KAYO, e BARROS, "O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa", 69.).

411 JARDIM, "Presença de centrais e sindicatos no mercado financeiro", 332.

412 JARDIM, "'Domesticação' e/ou 'moralização do capitalismo' no governo Lula", 150.

413 Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 23, 26, 28.

414 JARDIM, "'Domesticação' e/ou 'moralização do capitalismo' no governo Lula", 151.

415 Cf. JARDIM, "Entre a Solidariedade e o risco", seç. 8.3.

máximo de apenas cinco empresas em um mesmo ano foi majoritariamente controlada (mais de 50% de participação acionária) por EFPCs[416], e nunca por apenas uma sozinha, devido à legislação[417]. Revela-se, pois, o poder relativamente limitado que as EFPCs possuem na gestão das empresas brasileiras e, portanto, de moldar o desenvolvimento do país. Além disso, uma vez que se trata de empresas privadas e que as principais EFPCs (com poder suficiente para ter assento nos conselhos de administração) são de patrocinadoras estatais, conclui-se logo que elas não tomam as decisões que impactam as condições de trabalho de seus próprios participantes[418], mas de outros trabalhadores. Os resultados econômicos obtidos pelas empresas em questão foram, inclusive, acima da média[419], mostrando que a lógica capitalista operou com bastante eficiência[420]. Uma dessas empresas é a gigante BRFoods, que não se notabilizou por ser especialmente ética ou oferecer condições melhores de trabalho.

Percebe-se, por conseguinte, que a poupança acumulada de trabalhadores (de rendimentos mais elevados) de uma empresa é mobilizada como capital para financiar outras empresas e auxiliá-las na exploração mais eficaz de outros trabalhadores (de diversos níveis de renda). A classe trabalhadora (em sentido amplo, incluindo aqueles que podem ser classificados como 'classe média') torna-se, assim, uma 'cobra que morde o próprio rabo', e qualquer intenção de promover iniciativas socialmente responsáveis esbarra na necessidade de rentabilizar o capital investido. Na maior parte das vezes, não há nem mesmo a contrapartida de assentos no conselho (quando a participação acionária é pequena), apenas recebem-se os ganhos financeiros[421]. Ao contrário do discurso da elite sindical "reconvertida", portanto, o poder de intervenção das EFPCs no sentido pretendido se mostra limitado, embora seus recursos tenham eventualmente sido canalizados para fins 'desenvolvimentistas', de mais longo prazo e até 'sustentáveis' (no caso das patrocinadas pelas estatais[422], por exemplo).

416 Cf. NESE, "O papel dos fundos de pensão como acionistas".

417 Por lei, as EFPCs não podem deter mais do que 25% do capital de uma mesma companhia aberta (Art. 42 da Resolução nº 3792/2009 do CMN).

418 Mesmo no caso da Previ, que detém cerca de 10% das ações do Banco do Brasil, o poder de decisão é certamente limitado.

419 Cf. NESE, "O papel dos fundos de pensão como acionistas".

420 Em anos recentes, Banco do Brasil e Petrobras realizaram, por sua vez, enxugamento de quadros (ver, por exemplo, "Em um ano, Banco do Brasil corta 10 mil vagas e fecha 551 agências".)

421 Nesse ponto, o sistema acionário é contraditório: por um lado, como bem mostrou Hilferding, ele permite o controle de mais empresas com a mesma quantidade de capital, já que não é mais necessário comprar por inteiro uma empresa; por outro, a separação entre propriedade e controle que ele opera viabiliza o rentismo, ou seja, propriedade e apropriação de dividendos sem poder de decisão (sobretudo através de ações preferenciais). Além disso, pelo mesmo motivo, há uma 'alienação' maior do proprietário em relação ao que ocorre na empresa, o que possibilita justamente essa exploração indireta e invisível de trabalhadores sobre trabalhadores.

422 Lembrando que na Petros e na Funcef o investimento em renda variável (que inclui as grandes empresas e infraestrutura) ainda assim é inferior a 50% da carteira total. Na maior e mais 'arrojada' delas, a Previ, fica por volta de 60%. Destes, em 2010, 40% estavam alocados em mineração, 12% em petróleo/petroquímica e 10% em energia elétrica. Por outro lado, 20% correspondiam a bancos e serviços financeiros, 10% a alimentação e bebidas e apenas 3,4% a infraestrutura (Cf. DE CONTI, "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef", 40.). Sem mencionar a elevada alocação em títulos da dívida pública e outros investimentos ligados à especulação ou rentismo.

Além disso, apesar do controle sobre um montante elevado de recursos, que confere algum poder de barganha aos sindicatos, não se oferecem aos trabalhadores oportunidades efetivas de melhorarem suas próprias condições de trabalho, nem de influenciarem significativamente o capitalismo brasileiro rumo à sua 'moralização'[423]. Como sugere Francisco de Oliveira, "a estrutura de classes também foi truncada ou modificada"[424] na medida em que essa relação entre os governos do PT e os fundos de pensão promoveu uma convergência de interesses com o seu principal oponente político da época, o PSDB. Adicionalmente, como afirma Ruy Braga[425], a racionalidade empresarial subjacente a essa "financeirização da burocracia sindical" no período Lula transbordou os ministérios e fundos de pensão, inundando até mesmo o terreno do ativismo social nas periferias. A combatividade e a luta pelos direitos universais teria dado lugar, então, às políticas focadas e ao 'onguismo'.

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 no caso das entidades fechadas –, de forma a se obter a melhor rentabilidade possível. A maior parte da carteira encontra-se em renda fixa, sobretudo em títulos da dívida pública. Consequentemente, essa modalidade apoia-se na capacidade individual de poupança, no rentismo sobre o orçamento público (altas taxas reais de juros) e na valorização financeira (bom funcionamento dos mercados financeiros). Além disso, ela produz uma contradição importante em uma parcela da classe trabalhadora e, sobretudo, na elite sindical (em especial aquela ligada ao governo). As disputas pela administração dos recursos promoveram transformações substanciais nas posições políticas desta.

Por fim, embora o governo Lula em nenhum momento tenha proposto a substituição do sistema público por repartição pelo modelo privado de capitalização, este, mesmo sendo apenas "complementar", em alguma medida concorre com aquele – cujo bom funcionamento depende de fatores diferentes, tais como crescimento econômico, emprego formal e solidariedade intergeracional[426]. Dada a controvérsia sobre a magnitude, e mesmo a existência[427], de deficit da previdência, as reformas aprovadas em 1998 e 2003 tiveram como objetivo, e como consequência

423 Por outro lado, não obstante o caráter limitado da atuação das EFPCs patrocinadas por estatais quanto à "moralização" do capitalismo brasileiro, há certo protagonismo da ação coletiva dos trabalhadores que não deve ser desprezado. Com o benefício da distância temporal, é possível dimensionar as diferenças em relação a um governo profundamente comprometido com o neoliberalismo como o do pós-golpe de 2016. Como mostra Jardim, o governo Temer tentou implementar medidas para, por exemplo, alijar os trabalhadores e sindicatos dos conselhos das EFPCs, defendendo que os conselheiros devem ser "técnicos" e "independentes" (Cf. JARDIM, "Estado e Mercado no Governo Lula".)

424 OLIVEIRA, Crítica à razão dualista/O ornitorrinco, 146.

425 Cf. BRAGA, "Terra em transe", 81.

426 Para uma análise das diferenças entre os dois regimes e suas consequências, ver PAULANI, "Seguridade social, regimes previdenciários e padrão de acumulação: uma nota teórica e uma reflexão sobre o Brasil".

427 Cf. GENTIL, "A Política Fiscal e a Falsa Crise da Seguridade Social Brasileira".

direta, estimular o sistema complementar[428] e produzir superavit (para o pagamento dos juros da dívida pública, dos quais, inclusive, as entidades de previdência complementar se alimentam).

428 Esse ponto merece uma observação. Durante o processo de aprovação da reforma da previdência realizada pelo governo Lula, um dos argumentos levantados em defesa do fim da integralidade e do teto dos benefícios previdenciários dos servidores públicos (equiparando-o ao do setor privado) foi a justiça social. De fato, o limite imposto estava acima dos rendimentos de mais de 90% dos brasileiros e se manteve assim: em 2012, quem tinha rendimento bruto total anual de mais de R$30 mil, ou seja, aproximadamente quatro salários mínimos por mês, estava na faixa dos 10% de maior renda do país (Cf. MEDEIROS e CASTRO, "A Composição Da Renda No Topo Da Distribuição", 10.), ao passo que o teto da previdência estava em mais de seis salários mínimos. Um dos argumentos, pois, era de que não seria justo o sistema público bancar aposentadorias integrais de relativamente poucas pessoas com altos salários, que atingiam níveis muito elevados e consumiam recursos do sistema de forma desproporcional. Por outro lado – e sem entrar na questão de que a aposentadoria integral visava compensar algumas vantagens existentes só no setor privado e de que faria mais sentido limitar os 'super salários' em vez das aposentadorias –, em um país com enorme concentração de renda como o Brasil, isso significa que o teto estabelecido não possui um valor absoluto elevado: em 2012, correspondia ao mesmo valor do "salário mínimo necessário" calculado pelo Dieese, por exemplo. Assim, uma parcela maior da classe média tradicional ficou com uma defasagem entre salário da ativa e benefício de inativo, levando a que quantias não desprezíveis de riqueza fossem deslocadas do sistema público ou do controle direto do governo para, na falta de outro destino disponível, o mercado financeiro (via sistema privado complementar por capitalização ou mesmo via fundos de investimento).

CAPÍTULO 6 – FINANCEIRIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Ao impulsionar o surgimento/fortalecimento de 'novos' agentes ligados ao capital de aplicação financeira (que passam a participar do comando das empresas) e produzir determinados efeitos macroeconômicos (a serem analisados em maior detalhe no Capítulo 8) que condicionam a atuação dos agentes econômicos, a financeirização acaba por ter um desdobramento microeconômico muito importante: a financeirização das empresas. Esta se relaciona fundamentalmente a dois processos, ao mesmo tempo distintos e relacionados entre si, que serão tratados neste capítulo e que podem ser assim resumidos:

1- Dominância da lógica financeira no interior mesmo das empresas não-financeiras (unidades institucionais cujo objetivo principal é a produção de bens e serviços mercantis não-financeiros). Esse processo diz respeito ao fato das empresas – principalmente as grandes transnacionais e as sociedades anônimas de grande porte, por pressão dos acionistas, mas também aquelas diretamente controladas por fundos de investimento (de *private equity*, por exemplo) – passarem a ser geridas segundo os princípios financeiros (expressos pela "governança corporativa"). A maximização do valor acionário e da distribuição de lucros e dividendos, bem como a prioridade conferida ao curto prazo, por exemplo, passam então a ditar seu funcionamento, transformando-as em "grupos financeiros de predominância industrial"[429] (ou comercial, ou de serviços); ou ainda, em centros financeiros focados nas atividades de propaganda, P&D, desenho de marca, etc. – terceirizando boa parte das atividades produtivas. Evidentemente, segue-se um 'efeito cascata' sobre as demais empresas, que precisam se adequar à nova situação, sobretudo intensificando a pressão sobre os trabalhadores.

Essa penetração da lógica financeira nas empresas pode seguir também uma outra via, a da diversificação das atividades das empresas financeiras para fora do setor financeiro[430]. Em consonância com o movimento de monopolização do capital em âmbito mundial, identificado desde o início do século XX por autores como Lênin e Hilferding, e intensificado a partir dos anos 1970, as maiores instituições financeiras passam a atuar em outros setores, comprando ou criando empresas não-financeiras – como a Goldman Sachs, por exemplo, passou a fazer nas últimas décadas. Esse processo, vale notar, ocorre simultaneamente ao de diversificação das atividades dos bancos dentro do próprio setor financeiro, por pressão da concorrência dos 'novos' agentes. Eles ampliam sua inserção no mercado de fundos de investimento e de seguros (criando ou fortalecendo suas próprias corretoras), além de aumentarem os riscos de suas operações.

429 CHESNAIS, A mundialização do capital, 275.

430 Neste capítulo, serão feitos apenas alguns comentários sobre esse ponto, como complemento ao que já foi exposto no Capítulo 4.

2- Diversificação das fontes de lucro ou atividades das empresas não-financeiras em direção ao setor financeiro. Esse processo não deixa de se associar ao primeiro, porém não se confunde inteiramente com ele. De escopo mais amplo, alcança não apenas as transnacionais, mas empresas de capital aberto ou fechado de grande porte[431]. Devido principalmente às condições macroeconômicas criadas pela financeirização, as empresas não-financeiras direcionam crescentemente suas operações de tesouraria para o setor financeiro – cujo um indicador importante é a elevação do lucro não-operacional. No limite, as maiores empresas criam seus próprios braços financeiros, visando aproveitar o alto retorno dessas operações e ainda impulsionar suas atividades de origem. General Motors e Walmart, respectivamente oriundos do setor industrial e comercial, são exemplos mundiais. No Brasil, a Votorantim é um dos casos emblemáticos.

Além de produzir significativas consequências econômicas, a questão da financeirização das empresas está no centro da discussão contemporânea acerca da reconfiguração interna da classe capitalista. Ganha força, assim, a hipótese de que a diferença entre capitalistas 'industriais' e 'financeiros' se reduz de modo significativo devido à aproximação de seus interesses. Esse ponto será tratado adiante, porém já se torna evidente o imperativo de se compreender o que é esse processo e, em seguida, analisar como ele ocorreu no Brasil.

Nesse sentido, uma das reorganizações fundamentais que a financeirização promoveu no seio das empresas do centro do capitalismo ao longo das últimas décadas foi a alteração do perfil dos administradores. Segundo Chesnais[432], o período de aproximadamente cinquenta anos entre a Crise de 1929 e o restabelecimento do poder das finanças testemunhou a dominância ou "autonomia relativa" do administrador de empresa frente aos acionistas-proprietários. Isso se dava principalmente pelo grande número destes e pelo consequente alto grau de dispersão das ações. A situação se alterou com o aumento expressivo da participação dos investidores institucionais (analisados no Capítulo 5) no controle acionário das empresas e com a imposição da governança corporativa como modelo de gestão (voltado à maximização dos ganhos dos acionistas), o que envolveu interesses divergentes: de um lado, dos acionistas – que se pautam pela valorização das ações e pelos dividendos que podem ser extraídos destas – e, de outro, dos administradores – preocupados, por exemplo, com as estratégias de ampliação de mercado e de inovação; com o incremento de sua remuneração e da produção no longo prazo; e até com sua imagem profissional[433].

Embora esse processo tenha sido mais ou menos acentuado em cada país e em cada

431 Não chegando, contudo, às empresas médias, que dificilmente possuem capital suficiente para esse tipo de diversificação. Porém, seria preciso um estudo mais detalhado para maiores conclusões.

432 Cf. CHESNAIS, "La prééminence de la finance".

433 Não se deve esquecer que os administradores não deixam de ser 'funcionários' das empresas, existindo, portanto, uma espécie de 'mercado de trabalho' para eles.

ambiente institucional[434], após aproximadamente uma década de adaptação, a '*shareholder revolution*', de modo geral, triunfou. A figura do "administrador-industrial" foi transformada em um novo personagem com interesses contraditórios – o "administrador-financeiro"[435]. Parte de seus objetivos passam a se alinhar com o dos acionistas, sobretudo em razão da sua forma de remuneração atrelada ao desempenho das ações da empresa (*stock options)*; da criação de novos instrumentos financeiros que trouxeram a ameaça das aquisições hostis[436]; e das próprias pressões da concorrência em um ambiente econômico financeirizado. É assim que as grandes corporações tornaram-se grupos financeiros de predominância industrial.

Assim, se na teoria gerencial tradicional "a rentabilidade e o valor financeiros da empresa são um resultado *ex post* do modelo", a metodologia das finanças (método EVA[437]) "se traduz por uma inversão completa do procedimento, subordinando o desempenho econômico da firma a uma exigência, definida *ex ante*, de remuneração financeira"[438]. A variável-chave não é mais a valorização da empresa, mas o rendimento do ativo econômico administrado por ela – cujo parâmetro de desempenho tende a se internacionalizar e, portanto, a se elevar. Segundo Crotty, isso coloca as empresas não-financeiras em um "paradoxo neoliberal":

> Uma intensa competição de mercado tornou impossível para a maioria das empresas não financeiras obterem elevados ganhos durante a maior parte do tempo. Porém, os mercados financeiros exigiram-lhes a geração de ganhos cada vez maiores e o pagamento de porções cada vez mais elevadas de dividendos aos agentes financeiros ou suportar a queda dos preços das ações e a ameaça de aquisições hostis[439].

O resultado desse tipo de transformações para os EUA, por exemplo, fica claro a partir dos dados fornecidos por Duménil e Lévy[440]. O fluxo líquido de juros que o setor financeiro recebia há algumas décadas era em torno de 3-4% do Produto Nacional Bruto. Nos anos 1990, esse valor já havia alcançado 5-6%, mostrando que o setor financeiro ganhou em termos relativos com a crise da década de 1970. Observando as empresas não-financeiras, vê-se que o lucro depois de descontados os pagamentos de juros cai consideravelmente a partir dos anos 1980 (Gráfico 6).

Bernardo Miranda[441], autor de um dos poucos estudos abrangentes sobre a questão no Brasil, sintetiza algumas das características centrais desse modelo de "maximização da riqueza do acionista": passa-se da prática de reter lucro a fim de realizar novos investimentos produtivos para a

434 Nos países periféricos, onde os direitos de propriedade não são eficientes, tal modelo de governança é normalmente imposto de fora, a fim de reduzir os riscos do capital do investidor (sobretudo estrangeiro). A adoção da governança corporativa normalmente também é condição para que grandes empresas possam negociar suas ações em mercados do centro.
435 CHESNAIS, "O capital portador de juros", 54.
436 STOCKHAMMER, "Financialisation and the slowdown of accumulation", 726.
437 Do inglês *Economic Value Added* [valor econômico adicionado].
438 PLIHON, "Economia de fundos próprios", 53.
439 CROTTY, "The Neoliberal Paradox", 1.
440 DUMÉNIL e LÉVY, "Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary".
441 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica".

de distribuir mais lucros/dividendos e ‘enxugar’ o capital imobilizado e os custos com pessoal (*downsizing*); aumento das operações financeiras e patrimoniais das empresas não-financeiras como forma adicional de obtenção de lucro (expresso na elevação do lucro não-operacional); controle do mercado de capitais sobre as empresas, com exigências pré-definidas de valorização das ações e de distribuição de dividendos (a empresa é encarada como um ativo financeiro); mudança no perfil do investidor de “paciente”, que busca resultados de longo prazo, para “impaciente”, que busca resultados de curto prazo e conserva as posse das ações por menos tempo (*turn over* maior).

Gráfico 6 – Taxa de lucro das empresas não-financeiras estadunidenses antes (linha contínua) e depois (linha tracejada) do pagamento de juros

Fonte: Duménil e Lévy (2002), p.396

Como resultado, haveria um crescimento mais lento do investimento produtivo, embora os lucros possam ser elevados (*trade-off* entre investimento e lucro de curto prazo)[442], com consequências para o crescimento de longo prazo, inovação, geração de emprego e distribuição de renda; alteração da estrutura de capital das empresas (aumento de ativos financeiros) e das fontes de financiamento (mais líquidas e de curto prazo, portanto mais voláteis); e a economia como um todo apresentaria um grau maior de fragilidade, com crises financeiras mais recorrentes. A fim de caracterizar melhor essas mudanças e os processos a elas associados, são desenvolvidos a seguir alguns pontos essenciais apresentados por Miranda, comparando a situação internacional com a realidade brasileira.

Antes, porém, cabe ressaltar que muitas vezes não fica claro na exposição de boa parte dos

442 Embora concorde com o fato da redução do investimento, Durand relativiza o diagnóstico de que isso se deve à “punção” das finanças sobre a produção, argumentando que grande parte do que as empresas não-financeiras pagam como juros e dividendos é compensada pelos rendimentos oriundos de suas transações financeiras, justamente devido ao processo de financeirização das empresas. Ou seja, se é verdade que a pressão dos acionistas afeta negativamente o investimento, a redução deste nos países centrais teria uma outra causa importante: a transferência da produção (portanto dos investimentos) para países com níveis salariais inferiores propiciada pela mundialização (Cf. DURAND, Le capital fictif, cap. 8.). O autor fornece também uma explicação para os lucros financeiros, como apontado na nota 70.

autores (nacionais e estrangeiros) por que razão o modelo de gestão das empresas mudou. Para uma compreensão adequada da questão, não se pode esquecer que a raiz da financeirização em âmbito mundial está na crise de sobreacumulação do capital dos anos 1970 – nunca definitivamente debelada, como mostra a crise de 2008. Em um cenário de dificuldade crônica de valorização do capital, os processos financeiros se tornam especialmente necessários como expediente para se manter a rentabilidade do capital. Em trabalho recente, Chesnais modifica sua visão e polemiza com alguns autores, afirmando que a taxa de lucro na Europa e nos EUA não se recuperou nas últimas décadas. Esta seria, assim, a explicação central para a financeirização das empresas (poupança forçada que é alocada em atividades financeiras), e não necessariamente o "desvio de investimento"[443] decorrente de pressões gerenciais baseadas no predomínio de interesses financeiros.

Consequentemente, convém considerar a relação de mão dupla entre financeirização das empresas e queda do investimento produtivo, bem como sua transformação ao longo do tempo. Em geral, a prioridade do interesse dos acionistas e o acúmulo de ativos financeiros são apresentados como causa e a redução nas taxas de investimento produtivo, como consequência. Porém, não se pode esquecer que as empresas foram induzidas a diminuir o investimento em razão do contexto econômico desfavorável – a saber, de redução da taxa de lucro e, no Brasil, também de inflação alta nos anos 1980 e de juros altos a partir de meados da década de 1990. Isso as impeliu a acumular ativos financeiros e a implementar uma gestão priorizando a distribuição de valor ao acionista, o que, por sua vez, realimenta problemas econômicos e o quadro de financeirização em geral[444].

Por outro lado, uma vez financeirizadas, as empresas sofrem mudanças organizacionais e tendem a conservar esse padrão. Tal 'inércia' explica, em parte, por que, mesmo admitindo-se certa recuperação da taxa de lucro da economia brasileira a partir de meados dos anos 1990 – fato em si controverso[445]–, o investimento produtivo não voltou a crescer a contento (com exceção do período de 2004 a 2008, devido a uma dinâmica, discutida em outra seção, denominada de "*finance-led*" por alguns autores).

443 CHESNAIS, Finance Capital Today, 17.

444 Desse modo, seria fundamental que os trabalhos sobre o assunto considerassem com cuidado a trajetória da taxa de lucro para tornar a análise completa, o que nem sempre é feito.

445 Há diferentes formas de se calcular a taxa de lucro, o que gera controvérsias. Alguns autores afirmam que houve declínio acentuado da taxa de lucro da economia brasileira desde o início da década de 1970 e uma recuperação tímida a partir dos anos 1990 (DATHEIN, "Crescimento, investimentos e taxa de lucro na economia brasileira"; MARQUETTI, "A Economia Brasileira no Capitalismo Neoliberal".). Miebach conclui, para os anos 2000, que ocorreu um "crescimento suave da taxa de lucro agregada" de 2002 a 2010 (MIEBACH, "Trajetória recente da taxa de lucro".) e Bruno e Caffé apontam um declínio da taxa de lucro a partir de 2010 (BRUNO e CAFFÉ, "Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil".). Utilizando uma metodologia marxista para analisar o período de 1990 a 2005, Guedes Pinto conclui, diferentemente, que houve continuidade da trajetória descendente (GUEDES PINTO, "A contabilidade social na perspectiva clássica".), o que reforçaria a ideia de que a queda da taxa de lucro é um fator importante para explicar a diminuição do investimento e o aumento/permanência da financeirização das empresas.

Elevação dos ativos financeiros no balanço das empresas

Uma das evidências da financeirização das empresas é a ampliação considerável dos instrumentos financeiros para a obtenção de lucro com atividades não-produtivas (elevando o lucro não-operacional). Isso é feito através do aumento da posse de ativos financeiros e normalmente em detrimento do investimento produtivo. Como sugerem os cálculos de Stockhammer[446], a desaceleração da "acumulação de ativos físicos" (formação bruta de capital fixo, fruto do investimento produtivo) verificada entre os anos 1960 e 1990 em países centrais do capitalismo está relacionada ao aumento da financeirização – aferida pela parcela "rentista" do setor não-financeiro: renda de juros e dividendos recebida pela empresa dividida pelo seu valor adicionado. Assim, embora haja variação expressiva entre países[447], "considerando a média entre os diversos coeficientes de cada país, explica-se toda a desaceleração da acumulação entre o final dos anos 1960 e o final dos anos 1980 [pelo processo de financeirização]"[448]. Além disso, o autor ressalta que embora o lucro das empresas seja alto, elas priorizam a distribuição de dividendos devido ao atual modelo de gestão, o que também contribui para a diminuição do investimento produtivo.

Como visto na seção anterior, a relação de causalidade entre os processos é controversa entre economistas heterodoxos, mas não o seu resultado: queda da taxa de acumulação e elevação da financeirização das empresas. Não obstante, uma vez que cada país se insere de forma diferente na mundialização financeira, é preciso analisar de perto o caso brasileiro. Miranda argumenta que a financeirização no país iniciou-se nos anos 1980, ainda em um ambiente de economia relativamente fechada, produzindo efeitos evidentes sobre as empresas. Para além do fator taxa de lucro, os processos de ajustamento externo e interno do período deterioraram as contas públicas e impulsionaram a inflação[449], contribuindo decisivamente para certas transformações: "No Brasil a incerteza do ambiente econômico e institucional da década de 1980 impôs uma mudança no padrão de acumulação das empresas, conduzindo-as a um comportamento rentista com o objetivo de proteger sua estrutura patrimonial"[450]. Não é coincidência, portanto, que boa parte dos grandes grupos econômicos do país tenha constituído seus braços financeiros nesse período: a Votorantim, por exemplo, buscou diversificar suas atividades para o setor financeiro como estratégia de proteção

446 STOCKHAMMER, "Financialisation and the slowdown of accumulation".

447 O suporte à hipótese da relação entre financeirização e desaceleração da acumulação é, segundo o próprio autor, mais forte nos EUA e França, moderado para o Reino Unido (que, contudo, já possuía baixas taxas de acumulação durante os "30 Anos Gloriosos"), e baixo para a Alemanha (onde a orientação para o interesse dos acionistas foi tardia).

448 STOCKHAMMER, "Financialisation and the slowdown of accumulation", 737.

449 "Os dados indicam que, a partir de 1970, quanto maiores as taxas de inflação maior a participação do sistema financeiro no valor adicionado total da economia brasileira. Consequentemente, as consideradas décadas perdidas certamente não o foram para este setor" (BRUNO et al., "Finance-led Growth Regime no Brasil", 739.)

450 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 62.

contra a inflação alta e para obter vantagens oferecidas às instituições financeiras[451].

Desse modo, houve o crescimento dos ativos financeiros no ativo total das empresas não-financeiras de capital aberto (de cerca de 7% em 1978-1980 para 12,5% em 1981-1989)[452] e o consequente aumento do peso do lucro não-operacional[453]. Da mesma forma, entre 1985 e 1989 a participação dos títulos públicos no PIB tornou-se maior que a participação dos depósitos de poupança (13,9% e 8,1%, respectivamente, no ano de 1989)[454]. Uma peculiaridade da financeirização no Brasil, portanto, é que seu início e desenvolvimento não se assentaram tanto no endividamento das famílias e das empresas (uma tendência em países do centro[455]), mas na indexação dos títulos da dívida pública e no endividamento interno do setor público; e a inflação alta também teve um papel de destaque, para além da queda da taxa de lucro.

Nos anos 1990, com a abertura comercial e financeira e o retorno dos fluxos de capital externo, o Brasil consolida sua inserção na mundialização financeira. A apreciação da taxa de câmbio, a elevação da taxa de juros e o controle da inflação, se somam ao quadro que levou a uma mudança significativa no cenário econômico, abrindo espaço para um aprofundamento da financeirização. Entre as principais consequências estão o aumento da posse de derivativos e títulos de renda fixa (sobretudo de dívida pública) pelas empresas; declínio da formação bruta de capital fixo e do crescimento econômico[456]; a acentuação da fragilidade externa do país; e a elevação da participação de investidores institucionais na economia[457], inclusive os estrangeiros (devido à permissão para eles operarem no mercado secundário doméstico). Sobre este ponto, cabe lembrar que a literatura internacional destaca a especial pressão dos investidores institucionais sobre as empresas no sentido de privilegiarem o curto prazo e a distribuição de valor aos acionistas, subordinando as atividades produtivas à lógica financeira.

De fato, um estudo[458] revelou o papel de destaque do Brasil na América Latina a respeito da maximização do valor acionário nos anos 2000: das 50 maiores empresas da região em 2005, as brasileiras eram responsáveis por 54% do valor de mercado e 58% da criação de valor ao acionista

451 Cf. ROCHA, “Grupos econômicos e capital financeiro”, 108–9.

452 Belluzzo e Almeida (2002) apud MIRANDA, “Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica”, 65.

453 Este pode, inclusive, “superar significativamente os lucros operacionais” (BRUNO e CAFFÉ, “Indicadores macroeconômicos de financeirização”, 38.).

454 MIRANDA, “Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica”, 59.

455 Onde, todavia, a relação dívida/PIB não deixou de aumentar significativamente, tornando a dívida pública um mecanismo importante de extração de renda.

456 Cf. MIRANDA, “Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica”, 73.

457 “Observou-se um aumento da participação dos investidores institucionais, das pessoas físicas e dos estrangeiros [no mercado de capitais], que passou de 15,8%, 11,3% e 21,4% em 1995, para 26,8%, 27% e 35,7% em 2008, respectivamente” (MIRANDA, 74–75.). Tal aumento se deu sobretudo em detrimento da participação das instituições financeiras, que se reduziu de 41,3% para 7,1% no mesmo período; mas também das pessoas jurídicas (cujo peso já era, contudo, muito reduzido: caindo de 5% para 3,6%).

458 Cf. AZNAREZ et al., “50 Largest Companies”.

[*sharehold value creation*]. No período 2000-2005, entre as 15[459] empresas que tiveram a maior criação de valor ao acionista, 10 eram brasileiras; assim como 12 das 15 que tiveram o maior *shareholder return*. No mesmo sentido, uma outra pesquisa sobre 79 empresas não-financeiras cotadas em bolsa confirma essa situação, já que a proporção de capital destinada à remuneração dos acionistas nos anos 2000 está de acordo com os patamares internacionais – por volta de 50%[460]. Além disso, em que pese se tratar apenas de uma amostra, a maior distribuição de dividendos das empresas brasileiras estaria associada a impactos negativos sobre o investimento produtivo e, por consequência, o nível de emprego[461].

Em relação aos ganhos financeiros da indústria de transformação, entre 2004 e 2009 o lucro não operacional – indicador bastante utilizado – passa de aproximadamente R$40 bilhões para R$150 bilhões[462], sofrendo uma brusca queda em 2010 para cerca de metade desse valor[463]. Da mesma forma, a crise de 2008 explicitou o grau de envolvimento das empresas brasileiras de diversos tipos (diferentes ramos; exportadoras e não-exportadoras; de porte variado) com operações de derivativos, especialmente de câmbio. Visando obter elevados ganhos financeiros sem uma dimensão adequada dos riscos envolvidos[464], elas sofreram um prejuízo estimado de US$25 bilhões com a mudança de cenário desencadeada pela crise[465]. Embora seja especialmente difícil estabelecer a fronteira entre o 'especulativo' e o 'não-especulativo' em um ambiente financeirizado, parece razoável considerar, seguindo Maryse Farhi, que:

> Os montantes elevados de suas operações [das empresas exportadoras], muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram uma postura especulativa e tiveram, no segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, porque contribuíram para acentuar a depreciação da taxa de câmbio bem como potencializar a preferência pela liquidez dos bancos[466].

O caso da Sadia tornou-se emblemático dessa prática. A empresa divulgou perda não-recorrente de caixa no valor de R$774 milhões com instrumentos de derivativos (maior parte de câmbio) no terceiro trimestre de 2008. O prejuízo total com a crise no mesmo trimestre foi de R$1,2 bilhão[467] e a fragilização resultante levou-a a perder a disputa com a Perdigão, sendo incorporada

459 De uma amostra de 39, pois para 11 não havia informações suficientes.
460 ATTÍLIO, "Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil", 48.
461 ATTÍLIO, 76.
462 O lucro operacional nesses anos foi de cerca de R$60 bilhões e R$25 bilhões respectivamente.
463 Cf. CORRÊA, LEMOS, e FEIJÓ, "Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira", 1145 (gráfico 6).
464 Inclusive por agentes externos, já que os contratos eram realizados no mercado de balcão, o que potencializou os efeitos negativos: "A impossibilidade de identificar as empresas e os bancos envolvidos provocou imediato empoçamento da liquidez, fortes quedas nos preços das ações e uma desvalorização suplementar da moeda" (FARHI, "Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos", 96.)
465 FARHI, 93.
466 FARHI, 93–94.
467 FARHI, 95.

por esta em 2009, no processo de fusão que deu origem à BRFoods S.A. (controlada por fundos de pensão). Outro caso bastante revelador do processo de centralização de capital associado à crise, envolvendo perdas até mais elevadas com derivativos, é o da Aracruz: acabou incorporada em 2009, também através de um processo de fusão, pela Votorantim Celulose e Papel (do Grupo Votorantim, que também sofreu perdas vultosas no seu braço financeiro), dando origem à maior produtora mundial de celulose – a Fibria. Ainda poderiam ser citadas as operações de ajuda por parte do BNDES, que beneficiaram 200 empresas de menor porte em dificuldades, assim como o caso da OI, descrito por Marco Antonio Rocha[468], cuja recuperação da rentabilidade após a crise de 2008 se deu em razão da ampliação de suas receitas financeiras oriundas do aumento da diversificação do grupo para alguns serviços financeiros.

Para além do período da crise, o trabalho de Rocha apresenta vários exemplos de grandes conglomerados nacionais que ampliaram suas atividades financeiras nas últimas décadas – o que contribuiu para a elevação do "índice de financeirização"[469] da economia brasileira de 25% para 89% entre 1995 e 2008[470]. O resultado financeiro da Eletrobras, em média R$1,5 bilhão aproximadamente durante os anos 2000, deveu-se basicamente a receitas de juros, comissões e taxas e a aplicações financeiras. A Bertin S.A., incorporada pela JBS, controlava empresas não só no ramo de processamento de alimentos, mas de serviços financeiros. Tanto Odebrecht quanto Camargo Corrêa, célebres por sua atuação em engenharia e construção, diversificaram suas atividades, inclusive para serviços financeiros.

Por outro lado, vale ressaltar que essa tendência da financeirização à reunião de atividades industriais, comerciais e financeiras num mesmo conglomerado não significa, sobretudo no caso do Brasil, a inexistência de distinções entre eles. Mesmo tomando-se casos emblemáticos, como do Itaú e da Votorantim, o primeiro continua sendo um banco que diversificou suas atividades, enquanto o segundo é uma empresa industrial que fez o mesmo. Essa questão será retomada posteriormente, mas é possível adiantar que, embora de fato haja uma aproximação de interesses, parece simplista pressupor a total coincidência destes e afirmar que os industriais brasileiros se tornaram financistas – ainda que haja uma dominância financeira e que o movimento de financeirização das empresas não-financeiras se mostre mais forte do que o inverso.

Aumento do financiamento via fundos próprios

Conforme salientado, outra dimensão essencial da financeirização das empresas relaciona-se à constatação de Plihon, do final dos anos 1990, sobre as economias europeias: o modo de

468 Cf. ROCHA, "Grupos econômicos e capital financeiro", 119.
469 Mede a proporção do lucro macroeconômico alocada em ativos financeiros por empresas e detentores de capital.
470 Cf. MIRANDA, "A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios", 34.

financiamento das empresas passou do endividamento para a utilização de fundos próprios. Segundo seu estudo sobre a França, cuja situação se assemelhava à de outros países europeus, desde a metade da década de 1970 a participação dos fundos próprios nos recursos financeiros das empresas veio aumentando paulatinamente, até ficar próximo de 100% em meados dos anos 1990 (ao passo que o endividamento, que era de 50%, tornou-se marginal). Além disso, a taxa de autofinanciamento (Poupança/Formação Bruta de Capital Fixo) supera os 100% a partir de 1993[471]. Tal evolução é atribuída ao aumento rápido das receitas das empresas (permitindo criar uma poupança) e à falta de dinamismo do investimento produtivo[472].

O aumento da poupança (primeira fonte de fundos próprios) estaria ligado a uma distribuição do valor agregado favorável aos lucros, o que permite igualmente a remuneração dos acionistas (ligados à segunda fonte de fundos próprios, as emissões de ações). Efetivamente, segundo vários indicadores – taxa de exploração, taxa de poupança, taxa de rentabilidade do capital – a situação financeira das empresas francesas melhorou consideravelmente a partir do início dos anos 80. A taxa de exploração chega a 32% e a de poupança, 18% (superando o nível recorde dos anos 70)[473]. Por outro lado, isso foi sustentado pela diminuição da relação salário/lucro. Na Europa dos 15[474], houve uma queda da participação dos salários no PIB de aproximadamente seis pontos (de uma média de 75,5% em 1971/80 para 69,6% em 1995)[475]. Ademais, a massa salarial tornou-se a principal variável de ajuste nos momentos econômicos adversos, transferindo riscos para os trabalhadores e reforçando o desemprego como meio de pressão sobre eles.

Na França, esse movimento foi viabilizado não só pelo desemprego e pela alta dos juros[476], mas também por uma mudança mais ampla na correlação de forças entre capital e trabalho, devido, como mencionado, ao aumento da participação de investidores institucionais (sobretudo estrangeiros) no controle das empresas (40% das ações, em média, dos principais grupos cotados na bolsa em 2002). A força destes é consequência da importância assumida pela acumulação financeira das famílias (sobretudo aposentadoria privada) e pelo papel crescente da gestão coletiva da

471 Cf. PLIHON, “Economia de fundos próprios”, 41–42.
472 Como visto anteriormente, isso pode ser interpretado como o efeito da baixa taxa de lucro na produção.
473 PLIHON, “Economia de fundos próprios”, 43.
474 Expressão para se referir aos 15 países-membros da União Europeia mais antigos, filiados antes da expansão desta.
475 PLIHON, “Economia de fundos próprios”, 44.
476 Ao longo dos ‘30 Anos Dourados’, as baixas taxas de juros e a estabilidade das políticas monetárias favoreciam o endividamento das empresas para investimento. Com a elevação dos juros reais a partir de 1979, as empresas aumentaram a posse de ativos financeiros para minimizar perdas e aumentar lucros pela via financeira. Viu-se anteriormente que, no Brasil, é a inflação alta e a instabilidade econômica que levaram as empresas a aumentar a posse de ativos financeiros na década de 1980. Nos anos 1990, com a alta dos juros e o controle da inflação, o cenário nacional se aproxima mais do quadro internacional – mas a dívida pública continua o centro da extração de lucros financeiros: “Neste país [Brasil], o processo de financeirização reproduz-se, predominantemente, por ativos de renda fixa e derivativos conectados direta ou indiretamente ao endividamento público e sob as mais altas taxas reais de juros do planeta” (BRUNO, “Financeirização e crescimento econômico”, 2.).

poupança (fundos)[477]. Além disso, os sucessivos governos contribuíram ativamente para 'modernizar' o mercado financeiro do país a fim de atrair esses poderosos investidores.

Dentre os principais métodos citados por Plihon para se obter a criação de valor acionário (e que, em grande medida, agem como contratendências à queda da taxa de lucro) estão: as fusões e aquisições (através de sinergias, ganhos de produtividade, redução de empregados); reconcentração nas ocupações de base (nas quais a empresa possui vantagens comparativas); reengenharia das cadeias de valor (desintegração vertical, via deslocalização e terceirização); e redução da intensidade do capital, através, por exemplo, de um recurso que se tornou muito utilizado: a recompra de ações da própria empresa. Este expediente é revelador do que se tornaram os mercados financeiros e de seu papel reduzido no financiamento da produção: o autor constata que eles não trazem dinheiro novo às empresas. Assim como apontado por Lordon (ver p.69), globalmente os acionistas retiram mais recursos do que aportam: "na maioria dos mercados europeus, as emissões líquidas de ações, ou seja, os montantes brutos de emissões, deduzidos das recompras de ações e dos dividendos distribuídos aos acionistas, foram negativos ao longo dos últimos anos"[478]. Ou seja, os mercados financeiros não só não cumprem as três funções normalmente a eles atribuídas – financiamento (pois recebem mais do que dão), avaliação (a volatilidade das cotações não fornece indicações claras) e regulação (vide escândalos e fraudes recorrentes) – como ainda "fragilizam" as empresas (através de sobre-endividamento, por exemplo) e ampliam a instabilidade financeira e a especulação.

Estudos sobre a financeirização das empresas no Brasil são escassos, porém os de Miranda (dos mais recentes e que cobrem um período mais longo, fazendo comparações com outras pesquisas) mostram que, entre 1995 e 2008, houve um aumento na taxa de autofinanciamento[479] da economia brasileira: de 82,2% (1995-1997) para 103% (2006-2008)[480]. Embora o autor não defina claramente os parâmetros, nem o peso de cada meio de financiamento, afirma que 44,2% das empresas não-financeiras de capital aberto pesquisadas utilizaram os recursos próprios internos (poupança) como "principal fonte de financiamento" entre 1995 e 2008, 38% usaram o endividamento e apenas 17,8% usaram a emissão de ações[481].

Não obstante, há diferenças entre os períodos de 1995-2000 e 2001-2008: a utilização de fundos próprios internos como principal mecanismo de financiamento é predominante em ambos,

477 Cf. PLIHON, "As grandes empresas fragilizadas pela finança", 136.
478 PLIHON, "Economia de fundos próprios", 50–51.
479 Cabe observar que, para Plihon, a "taxa de autofinanciamento" é obtida pela relação Poupança/Formação Bruta de Capital Fixo e que "fundos próprios" incluem poupança interna da empresa e emissão de ações. Devido à situação com a qual se deparou, Miranda diferencia os "recursos próprios internos" (poupança da empresa) da emissão de ações.
480 MIRANDA, "A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios", 35.
481 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 83.

porém passa de aproximadamente 37% para 47% das empresas. O endividamento também passa por um aumento expressivo, de 28% para 40% das empresas; e o financiamento por emissão de ações como principal meio cai brutalmente, de 35% para 13%. Isso mostra, por um lado, o aumento do financiamento com recursos próprios e, por outro, a diminuição da importância do financiamento via mercado de capitais[482] (que já não é muito desenvolvido no Brasil em relação a países centrais).

Além disso, a taxa média de retenção de recursos pelas empresas sofreu uma redução no período 1995-2008 em relação a 1985-1991 (de 94% para e 70%)[483] devido ao aumento da distribuição de dividendos (que, assim como os lucros, foram isentados de Imposto de Renda de Pessoa Física em 1995) e aos juros pagos sobre o capital próprio (adotado no Brasil a partir de 1996). Dado que a fonte principal das empresas pesquisadas são os recursos próprios internos, não é difícil compreender o impacto negativo que essa redução teve sobre o investimento. A relação imobilizado/ativo total[484] diminuiu de 46% (em 1995-1997) para 32% (em 2007-2008) e as empresas se tornaram mais "líquidas" (a razão ativo circulante/ativo total passou de 35,3% em 1995-1997 para 46,8% em 2007-2008)[485].

Do ponto de vista dos índices financeiros mais utilizados, também fica claro o viés favorável ao acionista: o *ROE*[486] passou de 9,29% entre 1995-1997 para 17,07% entre os anos de 2007-2008, e o *ROA*[487], de 1,56% para 6,13%, respectivamente; e o *q* de Tobin[488] foi menor do que 1 entre 1995-2002, e maior em 2003-2008. Ademais, as empresas elevaram a recompra de suas próprias ações, valorizando-as. Em 1995, apenas 8% das empresas recorreram a esse expediente, subindo para 29% no ano de 1998. A partir de 1999, observou-se uma diminuição deste percentual, porém o volume de recursos dirigidos à recompra continuaram crescendo, principalmente a partir de 2003 (quando era

482 Como visto no Capítulo 4, durante o governo Lula as IPOs aumentaram, mas a quantidade de empresas na bolsa diminuiu. Isso não implica uma retração do mercado de capitais, apenas revela que as emissões primárias perdem espaço como forma de financiamento (segundo Miranda, poucas empresas emitiram ações primárias entre 2001 e 2005). Os mercados secundários, porém, ainda podem continuar movimentando muitos recursos (sem que isso se traduza em maior financiamento das empresas, mas em especulação).
Por outro lado, Sant'Anna ressalta que o valor das emissões primárias de ações se elevou significativamente (atingindo R$23,9 bilhões em 2007), devido, em grande medida, à ampliação do fluxo líquido de capital estrangeiro aplicado em ações no período imediatamente seguinte ao analisado por Miranda. De toda forma, a mesma pesquisa mostrou que esse mecanismo de financiamento é empregado por poucos setores da economia e que os recursos assim obtidos não foram utilizados para incremento do capital fixo (não há correlação estatística entre as duas variáveis). (SANT'ANNA, "Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2006".).

483 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 84.

484 Em que pese a relevância desse indicador, cada vez mais é preciso ter cautela com sua interpretação, dado que o aumento do valor dos ativos intangíveis (ligados, por exemplo, à marca da empresa) eleva o ativo total sem que isso signifique necessariamente queda do investimento em capital fixo.

485 MIRANDA, 86.

486 *Return on Equity* (Lucro Líquido sobre o Patrimônio Líquido)

487 *Return on Assets* (Lucro Líquido sobre o Ativo Total)

488 Q de Tobin é um índice que, entre outras coisas, fornece indicações sobre a situação 'acionária' da empresa. Quando é superior a 1, promove a confiança dos acionistas, pois indica que a empresa está sendo 'sobreavaliada' pelo mercado e terá maior capacidade de obter recursos para investir (e, portanto, gerar futuros dividendos).

de R$50 milhões, atingindo R$350 milhões em 2007)[489]. Desse modo, houve um nítido aumento do redirecionamento em benefício dos acionistas (pagamento de dividendos[490], despesas com juros sobre o capital próprio e recompra de ações): de cerca de R$2,5 bilhões em 1995 para quase R$30 bilhões em 2007 (a preços constantes)[491].

Os dados apresentados revelam alterações importantes na estrutura de capital e gestão das empresas que, de modo geral, 'fragilizaram-nas' em alguns aspectos e beneficiaram os acionistas, seguindo, embora em menor escala, algumas das tendências internacionais. Como mencionado no início do capítulo, isso se relaciona com alterações na correlação de forças entre frações da classe capitalista cuja base é a queda da lucratividade das atividades industriais. Durante o período estudado por Miranda, portanto, as empresas não-financeiras apresentaram grande volatilidade do endividamento em relação ao Ativo Total e ao Patrimônio Líquido; pagaram mais juros do que receberam; e a dívida total sobre o patrimônio líquido foi crescente entre os anos de 1995 e 2003. Em suma:

> Ao longo do período de 1995 a 2008 houve um aumento da taxa de rentabilidade do capital, do valor econômico das empresas (*q* de Tobin), da distribuição da riqueza ao acionista e da prática de recompra de ações, principalmente em momentos de instabilidade do mercado de capitais. Nestes anos, observou-se também uma redução da taxa de retenção do lucro, o que resultou em um crescimento mais lento do imobilizado. Estes fatores evidenciam uma mudança na governança das empresas não-financeiras no sentido de criar riqueza ao acionista[492].

Outros impactos da governança corporativa

A governança corporativa se difundiu e ganhou força no Brasil a partir da penetração do neoliberalismo, pois se constitui em um modelo de organização, e de dominação, a ele ligado. Sua aplicação nas grandes empresas, em termos de princípios de gestão, ainda fica, contudo, aquém dos padrões internacionais em alguns quesitos, sobretudo quanto a direito à informação, 'modernização' de regulamentos e desconcentração das ações com direito a voto. Isso se relaciona a fatores históricos e institucionais domésticos e possivelmente também a certa mentalidade orientada por "elementos conservadores e tradicionais"[493] de empresários brasileiros em relação aos mercados financeiros. Não obstante, alguns fatores têm estimulado, ou constrangido, boa parte das empresas a se adequarem a seus princípios: a penetração de capital e empresas estrangeiros no país, a emissão de ações de empresas brasileiras no exterior[494] e o estabelecimento, pela Bovespa (hoje B3), de uma

489 Cf. MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 90–92.

490 A distribuição de dividendos líquidos passou de 5,1% em 1995 para 11% em 2008 (MIRANDA, "A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios", 36.)

491 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 94 (gráfico 10).

492 MIRANDA, 149.

493 VALARINI, ELIAS, e POHLMANN, "O espírito capitalista neoliberal na América Latina", 72.

494 Sobretudo via ADRs (*American Depositary Receipts*) nas bolsas estadunidenses, nas quais as exigências em termos de governança corporativas são maiores.

classificação baseada em graus de respeito à governança corporativa. Estes foram criados em 2000 visando conferir maior credibilidade ao mercado acionário brasileiro e responder ao mau momento enfrentado pela bolsa de valores desde meados dos anos 1990 (que resultou, inclusive, em queda do número de empresas listadas)[495]. Ademais, o próprio BNDES tornou-se um vetor de estímulo nos anos 2000, ao fornecer linhas de crédito especiais para empresas com boas práticas de governança corporativa[496], assim como exigindo tais práticas de empreendimentos financiados ou das empresas nas quais a BNDESPAR possui participação[497].

Como observa Miranda[498], nos países de fora do centro – onde os direitos de propriedade são tidos como mais frágeis e a justiça, menos eficiente –, a governança corporativa teria uma função disciplinadora adicional, de reduzir os riscos de expropriação do capital do investidor. Por outro lado, no Brasil, onde a propriedade é concentrada e os investidores institucionais (inclusive fundos de pensão) chegam a deter porcentagem relevante das ações (mesmo que não a maioria delas), o interesse por práticas relativas à proteção aos minoritários perde parte de sua importância. Assim, no intuito de verificar mais detidamente outros impactos que a introdução dos princípios da governança corporativa tiveram sobre as empresas brasileiras, o autor analisou 81 empresas não-financeiras de capital aberto pertencentes aos dois segmentos mais elevados da classificação da bolsa: o "Novo Mercado" (NM), com mais aspectos da governança corporativa cumpridos, e o "Nível 2" (N2).

Quanto ao grau de concentração da propriedade, percebe-se que no Brasil ele é mais elevado do que em países anglo-saxônicos devido ao peso de indivíduos/famílias no controle acionário. Por outro lado, nas empresas mais alinhadas com os princípios da governança corporativa, cujo número e importância econômica vieram aumentando[499], a concentração é menor e a participação de investidores institucionais, maior. Nas empresas do NM pesquisadas, os três principais acionistas detêm, em média, quase 50% das ações, enquanto nas empresas do N2, quase 70%. Além disso, embora a maior parte do controle ainda esteja com indivíduos e famílias, houve aumento da participação de investidores institucionais (inclusive estrangeiros), que pressionam por ampliação da prática de governança corporativa. Considerando-se os três principais acionistas de cada empresa, os investidores institucionais estão presentes em quase 50% delas[500].

Sobre o excedente gerado pelas empresas não-financeiras dos dois segmentos, houve tanto

495 Cf. "História do Mercado de Capitais".
496 Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 228.
497 Quanto a isso, ver, por exemplo FIOCCA, "Governança Corporativa: o papel do BNDES", 24 e seg.
498 Cf. MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 24.
499 A proporção de empresas na classificação Novo Mercado e N2 aumentou entre os anos de 2010 e 2012, passando de 27,6% das empresas de capital aberto da Bovespa para 32,1%. Elas correspondiam a 32,5% da capitalização total de mercado em 2010 e passaram para 35,7% em 2012 (Cf. MIRANDA, 104–5.).
500 MIRANDA, 115–16.

aumento como mudanças em sua repartição. Em primeiro lugar, elas ampliaram a distribuição de valor aos acionistas e diminuíram o lucro retido (mesmo em um ano de incertezas externas e desaceleração econômica, como 2011). Tanto as empresas do NM quanto do N2 distribuíram parcelas do lucro líquido superiores às exigidas pela legislação – em média 29% e 42,5%, respectivamente, entre 2009 e 2011[501]. Além disso, comparando-se com o que foi apropriado pelos trabalhadores, constata-se que eles ficaram com apenas 21,33% do valor gerado no NM (e 13,83% do N2), contra os 41% destinados à remuneração aos acionistas e ao capital de terceiros (pagamento de juros). Isso reflete a tendência de redução na distribuição do valor novo gerado aos trabalhadores por parte das empresas não-financeiras brasileiras em geral[502]: passou-se de 60% do valor adicionado em 1995 para 50,6% em 2008. Seguindo a mesma tendência, houve redução do que foi direcionado ao pagamento de impostos: passou-se de 21,2% em 1995 para 10,7% do valor adicionado em 2008[503].

Cabe ressaltar, por outro lado, que das dez maiores empresas não-financeiras brasileiras em 2016[504], apenas quatro estavam na categoria NM e nenhuma na N2. Consequentemente, empresas importantes, como Petrobras e Vale, embora alardeassem adotar as melhores práticas de governança e talvez fossem pressionadas externamente para tanto, não vinham cumprindo (ou se preocupando em cumprir) todos os requisitos exigidos pela classificação da bolsa de valores. A concentração elevada da propriedade observada no Brasil ainda é o principal fator para isso[505] (baixa proporção de ações ordinárias), sobretudo no que se refere à participação expressiva do Estado, direta ou indiretamente, no controle acionário.

Além disso, essa realidade fez com que infelizmente essas grandes empresas não constassem da amostra de Miranda. Porém, isso não é tão relevante ao se ter em mente que o foco do estudo é o impacto da aplicação dos princípios da governança corporativa sobre o perfil das empresas. Nesse caso, em que pese a menor penetração dessa forma gerencial no país em comparação com países do centro (modelo anglo-saxônico, sobretudo), ficou claro que: ela é crescente, inclusive nessas grandes empresas, haja vista que Petrobras e Vale, por exemplo, ascenderam recentemente na classificação de governança corporativa da bolsa[506]; a concentração do controle acionário (sobretudo nas mãos de indivíduos e famílias) de forma geral tem diminuído e a participação dos investidores

501 MIRANDA, 129.

502 O que reforça a tese de que nos anos Lula não houve propriamente redistribuição de renda do topo para o resto, mas uma elevação da base via políticas redistributivas do Estado, aumento do salário mínimo e formalização do emprego – propiciados pelo crescimento econômico (ver a seção sobre esse assunto no Capítulo 8).

503 MIRANDA, “A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios”, 36–37.

504 Segundo a lista da Revista Forbes Brasil - SCHAEFER, “19 maiores empresas do Brasil em 2016”.

505 Mas não o único. Justamente devido às pressões decorrentes dos processos de corrupção envolvendo a empresa, a Petrobras aprovou um novo modelo de gestão e governança no início de 2016, por exemplo.

506 Com as mudanças implementadas em 2016, a Petrobras conseguiu ingressar no segmento N2 de governança corporativa em maio de 2018. A Vale, por sua vez, atingiu a classificação Novo Mercado em dezembro de 2017.

institucionais, aumentado; e a progressiva adoção da governança corporativa de fato condiciona aspectos importantes da gestão e reforça o privilégio dos interesses dos acionistas (em detrimento do investimento produtivo e dos trabalhadores[507]).

Do ponto de vista ideológico, essencial para a compreensão de certos aspectos do capitalismo e do imperialismo contemporâneos, a governança corporativa produziu efeitos através da reorganização que promoveu no interior das empresas. Como ressalta Roberto Grün[508], os diferentes participantes da empresa (funcionários, administradores, etc.) passam a se ver como acionistas, ou seja, diretamente interessados no seu bom desempenho, sobretudo em termos de valorização das ações, mas também – e em consequência disso – como supervisores externos. Essa é uma outra forma de expressão – no plano subjetivo e ideológico – do que Chesnais[509] chamou de alojamento dos interesses financeiros na produção (através do controle acionário e das exigências diretas de rentabilidade), uma vez que, por definição, a posição do capital portador de juros é externa ao processo produtivo.

Alterações na gestão da empresa produzem também a divisão entre funcionários considerados "essenciais" (incentivados através de remuneração pela produtividade) e "acessórios" (estimulados negativamente pelo medo constante da perda do emprego, devido à precarização imposta pela terceirização)[510]. Através do sistema de custeio ABC (Activity-Based-Costing)[511] e do uso do EVA (*Economic Value Added*) como parâmetro de avaliação, por sua vez, amplia-se a ascendência do mercado financeiro sobre a empresa, na medida em que se procede a uma fragmentação desta por meio do cálculo da rentabilidade de cada unidade (e mesmo de cada indivíduo) separadamente, permitindo não só o controle mais estrito das suas partes e maior arbitragem entre elas[512], mas pensar a própria empresa dessa forma desarticulada, como unidades que apenas contingentemente trabalham reunidas (e até competem entre si). Em parte como resultado disso, constata-se uma mudança de hierarquia: a empresa deixa de ser o agente econômico

507 Para além de aspectos quantitativos – tais como redução de postos de trabalho e queda da parcela do valor adicionado apropriado pelos trabalhadores – muitos estudos e reportagens foram publicados revelando o impacto da financeirização das empresas nas condições e relações de trabalho no Brasil. Para o caso notório da Natura, que aprofundou sua internacionalização a partir da abertura de capital em 2004 e que envolve a dimensão industrial e comercial, ver ABILIO, "O make up do trabalho"; AGUIAR, "Maquiando o trabalho". No setor de serviços, depoimentos de ex-funcionários da Livraria Cultura (uma das maiores do setor) sobre as mudanças a partir de 2009, quando um fundo de investimentos (de *private equity*) compra parte da empresa, podem ser encontrados em "Pacto de Mediocridade".

508 Cf. GRÜN, "Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira".

509 Cf. CHESNAIS, "O capital portador de juros".

510 GRÜN, "Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira", 392.

511 Método, desenvolvido por Kaplan e Cooper nos anos 1980, "de apuramento de custos na contabilidade, que **proporciona uma análise separada pelas diferentes atividades da empresa**", de modo a "evidenciar os custos mais elevados em cada atividade para que possa ser feita uma intervenção de melhoria nestas etapas" ("Custeio ABC".).

512 Esse é o princípio básico da *holding*, como mencionado anteriormente, na qual as unidades podem até ser de ramos diferentes.

central e a primazia passa para os ‘mercados’.

A sociologia das finanças realizada por Grün também explora um outro tipo de efeito da financeirização e da governança corporativa – menos visível, porém mais abrangente (pois está para além da empresa). Trata-se do processo de legitimação do discurso financeiro na sociedade, no curso do qual uma “guerra cultural”[513] teria sido travada durante anos por meio de diversos “bens culturais”, dentre os quais a governança corporativa é um dos mais importantes. O impacto dessas transformações teria sido a alteração do próprio quadro cognitivo no qual os problemas e soluções do país são formulados, uma vez que a terminologia financeira tornou-se a língua comum de expressão das “elites”[514]. De fato, é notório como a grande mídia, por exemplo, adotou o vocabulário e os assuntos financeiros em suas pautas, assim como fizeram governos e associações empresariais em seus meios de comunicação e modos de atuação. Luiz Carlos Bresser-Pereira chama justamente a atenção para as consequências políticas desse processo:

> Depois de quase sessenta anos de exercício de uma razoável hegemonia política (1930-1987), [os empresários] percebiam que haviam perdido poder, mas, diante da força da ideologia neoliberal justificada ‘cientificamente’ pela teoria econômica neoclássica, *não tinham um discurso alternativo a apresentar*. Em consequência, *muitos se deixaram levar pela ortodoxia liberal e por toda a ‘modernidade’ que ela prometia*; ou então vendiam suas empresas para empresas multinacionais *e se transformavam em capitalistas rentistas*[515].

Desse modo, os três princípios da governança corporativa – transparência contábil, proteção do direito dos acionistas minoritários e possibilidade de aquisição/controle da empresa por meio dos mercados financeiros[516] – não seriam apenas mais uma moda gerencial, mas a tradução das aspirações próprias à financeirização em termos práticos de gestão, compondo um discurso mais amplo. A introdução da governança corporativa nos anos 1990 não deixa de se constituir em uma manifestação ideológica do imperialismo ao fazer parte do processo de legitimação dos mercados financeiros. Segundo Grün, esse discurso aproveitou-se do clima de redemocratização, incorporando a retórica da ‘democratização’ da empresa, bem como utilizou a simbologia do ‘indivíduo e seus direitos’, conquistando diferentes grupos do mundo econômico. Promoveu, assim, o interesse dos acionistas, do ‘curto-prazismo’ e do individualismo – e se impôs como nova forma de pensar:

> É assim que, no seu nível mais alto de generalidade, a difusão da governança corporativa se faz pela cooptação de diversos setores das elites nacionais, demonstrando o papel de ‘cimento cognitivo’ dos pré-julgados e as ‘ferramentas’ oriundas do mundo financeiro internacional e o caráter de nova língua franca internacional assumido pela linguagem

513 Cf. GRÜN, “Fundos de pensão no Brasil do final do século XX”.

514 Cf. GRÜN, “Convergência das elites e inovações financeiras”; Cf. GRÜN, “Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira”. O autor não fornece ao leitor um enquadramento teórico à questão das classes e, por isso, não precisa quem constituiria as “elites”. Infere-se, porém, que se trata das diferentes frações da classe capitalista brasileira e talvez a classe média alta (ou ‘altíssima’).

515 BRESSER-PEREIRA, “Empresários, o governo do PT e o desenvolvimentismo”, 26 (grifo nosso).

516 Cf. GRÜN, “A evolução recente do espaço financeiro no Brasil e alguns reflexos na cena política”, 15.

financeira[517].

Outros mecanismos próprios às finanças são fundamentais e fazem parte dessa "linguagem financeira", dos quais um vale ser mencionado: a "precificação", ou seja, a (tentativa de) atribuição de um preço ou mensuração quantitativa de tudo – como no caso da criação de índices para medir a responsabilidade social ou a sustentabilidade de uma empresa. Em termos políticos e ideológicos, esse processo teria promovido a "convergência das elites" através da atração de setores não ligados (pelo menos inicialmente ou de forma direta) ao setor financeiro. Embora o autor não mencione os impactos para além das "elites" – o que coloca a questão do alcance dessa legitimação para além destas – é notório como esses índices também se difundem na mídia e penetram nos discursos de ONGs, associações civis, etc.

Por outro lado, o autor ressalta que, devido à sua generalidade, a governança corporativa é um "artefato cultural" que se presta à "polissemia"[518], podendo também ser apropriada e utilizada por diferentes grupos, de diferentes formas. É possível perceber que ela abrigou, assim, certas ambiguidades e nuances discursivas na guerra cultural. Um exemplo expressivo, para finalizar, é o dos fundos de pensão de empresas estatais, analisado no Capítulo 5. Em 2004, já era possível observar alguns efeitos da ascensão dos sindicalistas a diretores executivos dos fundos de pensão promovida pelo governo Lula, cuja uma das consequências fundamentais é que a governança corporativa – um instrumento de imposição dos interesses financeiros – tornou-se uma ferramenta ideológica ao ser adaptada ao contexto. Na boca dos sindicalistas em processo de autolegitimação nos postos que passaram a ocupar, ela ganha ares de defesa do interesse geral:

> A governança corporativa foi considerada um instrumento fundamental para o desenvolvimento econômico moderno, pois criaria um clima propício ao investimento produtivo e seguro das poupanças dos trabalhadores brasileiros, principalmente aquelas coletivizadas pelos fundos de pensão, nas empresas e demais empreendimentos do país, que assim passariam a dispor de recursos para realizar seus projetos de expansão[519].

Financeirização das empresas e as frações da classe capitalista

Como mencionado no início do capítulo, uma das ideias centrais relativas à financeirização das empresas é a de que a diferença entre capitalistas 'industriais' e 'financeiros' se reduz de modo significativo devido à aproximação de seus interesses – inclusive, mas não só, pela penetração da governança corporativa nas empresas. Uma das consequências disso seria que a tradicional disputa em torno do nível da taxa de juros ou do endividamento estatal[520], por exemplo, se arrefeceria,

517 GRÜN, "Convergência das elites e inovações financeiras", 69.
518 GRÜN, 68.
519 GRÜN, 14.
520 Vale lembrar que, em suas análises de conjuntura, Marx identificava claramente essas clivagens no século XIX, entre a fração financeira, de um lado, e a fração industrial e fundiária, de outro: "Impossível submeter a administração do Estado aos interesses da produção nacional sem restabelecer o equilíbrio orçamentário. (...) [Mas]

prevalecendo os objetivos financeiros. Apesar de difícil comprovação empírica, não só pelas dificuldades de obtenção de dados, mas pelas questões teórico-metodológicas que envolvem, diversos autores, nacionais e estrangeiros, defendem tal hipótese.

Claude Serfati, analisando o papel dos "grupos predominantemente industriais" na financeirização, afirma que "estas duas formas de valorização [produtiva e financeira], frequentemente consideradas como 'polares', são hoje menos claramente demarcadas do que se pensa"[521]. Luiz Gonzaga Belluzzo completa: "a autonomização do capital-dinheiro sob a forma de capital a juros e a correspondente expansão do sistema de crédito são os elementos que impulsionam a centralização do capital e promovem a fusão de interesses entre a alta finança e a indústria. A modalidade que concretiza essa fusão é a sociedade anônima"[522]. Marco Antonio Rocha, analisando justamente os grandes grupos econômicos brasileiros, adota uma posição mais radical: de que se torna "desprovida de sentido a distinção entre burguesia industrial e financeira"[523].

Como defendido anteriormente, parece difícil sustentar a inexistência de diferença entre um Itaú e uma Votorantim, por exemplo. Porém, de fato, os indícios de financeirização da fração industrial da grande burguesia são fortes. Do ponto de vista político, portanto, as consequências são importantes, sobretudo se o fenômeno não for bem compreendido. No caso do Brasil, alguns autores defendem que ele representou um dos fatores que levaram à desestabilização e deposição do governo Dilma. Esta teria enfrentado os interesses financeiros supondo angariar o apoio da fração "industrial" da classe capitalista, mas acabou tendo uma resistência mais ampla[524]; assim como sua política de desonerações não teve o efeito esperado sobre o investimento produtivo[525].

Essa questão será retomada nas Considerações Finais. Não obstante, para uma melhor compreensão dos desdobramentos dessa aproximação de interesses no Brasil, recorre-se ao trabalho de Décio Saes[526]. O autor retoma as três clivagens essenciais apresentadas por Poulantzas para a compreensão das disputas políticas entre as frações da classe capitalista – disputas essas que impactam na atuação do Estado. A primeira delas evidentemente refere-se às funções do capital: "produtiva", "mercantil" e "monetária". Historicamente, essas funções se concretizaram nas figuras do capitalista industrial, do capitalista comercial e do banqueiro.

Como visto ao longo deste trabalho, a financeirização tornou a questão mais complexa, na medida em que outros agentes (os investidores institucionais) passaram a atuar mais fortemente na

o **déficit do Estado** era precisamente o verdadeiro objeto de suas [da aristocracia financeira] especulações e a fonte principal de seu enriquecimento" (MARX e ENGELS, "As lutas de classes na França de 1848 a 1850", 112.).

521 SERFATI, "O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia", 142.

522 BELLUZZO, "Prefácio à Finança Mundializada", 7.

523 ROCHA, "Grupos econômicos e capital financeiro", 172.

524 Cf. SINGER, O lulismo em crise, 66.

525 Cf. CARVALHO, Valsa brasileira, 74.

526 Cf. SAES, "As frações da classe dominante no capitalismo".

circulação do capital monetário – sobretudo na forma de capital de aplicação financeira. Nesse sentido, a função monetária não se limita aos bancos, embora no Brasil estes controlem direta ou indiretamente boa parte das atividades desses outros agentes. De todo modo, como ficará ainda mais claro nos próximos capítulos, os governos Lula continuaram a privilegiar os interesses bancário-financeiros, embora tenham acenado aos outros setores com políticas industriais e de crédito ao consumo.

As políticas de estímulo à indústria doméstica e ao consumo das famílias repercutem numa segunda clivagem, o modo de inserção internacional do capital. Três modalidades são expostas por Saes. A "burguesia associada" é aquela que se alia ao capital estrangeiro e defende os interesses deste dentro do país. A "burguesia nacional", com inclinações nacionalistas, volta-se para o mercado interno e é propensa a fazer alianças com as classes populares em momentos de estabilidade política. No Brasil, porém, a ditadura civil-militar teria extinguido politicamente essa fração. A "burguesia interna", por sua vez, ocupa uma posição dependente no sistema internacional, sem vocação nacionalista, subordinando-se de alguma forma ao capital estrangeiro. Ela pode tanto prestar serviços a este, como no caso do fornecimento de insumos para as montadoras, quanto explorar o mercado externo de forma subordinada. Sua atuação política é, assim, "ambígua e oscilante", mas ela foi beneficiada nos governos Lula e, no mínimo, teria melhorado sua posição no bloco no poder[527].

A terceira clivagem mencionada pelo autor é a escala do capital. Embora desde o início do século XX as constatações sobre a extrema concentração e centralização do capital apontem para a ocorrência de um processo de monopolização em escala mundial, com o consequente declínio do capital de porte médio, isso não significa o desaparecimento deste. A questão da escala é especialmente importante no Brasil, na medida em que o médio capital não possui as mesmas possibilidades de financiamento do que o grande, tais como captação externa e certas linhas de crédito subsidiadas do BNDES, nem conta com as mesmas isenções e subvenções[528]. Nos governos Lula, a política econômica e o incentivo governamental à constituição de "campeões nacionais" certamente beneficiaram mais o grande capital. Assim, Saes conclui que houve a emergência política da burguesia interna nos governos Lula, e que, cruzando as três clivagens, foi o "grande capital bancário interno" que exerceu a hegemonia.

527 Boito Jr. defende essa ideia, mas altera seu diagnóstico ao longo do tempo. Em 2007, o autor falava em melhora de posição. Alguns anos depois, já defendia que a burguesia interna havia de fato conquistado a hegemonia do bloco no através de uma frente neodesenvolvimentista (com o apoio setores populares), ver BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil.

528 Segundo Dowbor, grandes corporações transnacionais chegam a se beneficiar de taxas de juros cinco a seis vezes menores se financiando no exterior, ao passo que o BNDES não teria capilaridade suficiente para alcançar a "massa de pequenas e médias empresas dispersas no país" (DOWBOR, "O sistema financeiro atual trava o desenvolvimento econômico", 268.).

Outras frações da classe capitalista, porém, também se beneficiaram significativamente. O grande capital bancário-financeiro internacional ganhou muito, na medida em que compartilha com a seu homólogo 'interno' a maior parte dos interesses. Ele também pode ser colocado, assim, na posição de hegemonia, já que o único ponto relevante que o desfavoreceu foi o estancamento da desnacionalização do setor bancário em relação ao período anterior. Grandes empresas 'internas' de predomínio industrial ou comercial também ganharam proeminência e em muitos casos se internacionalizaram devido às políticas praticadas, sem falar no agronegócio.

Ao se acrescentarem algumas questões relativas à financeirização, contudo, outras considerações precisam ser feitas, sendo preciso retornar à clivagem por escala. Viu-se que faz parte da financeirização a tendência de empresas industriais e comerciais ampliarem suas operações financeiras, tanto elevando a parte de suas receitas direcionada a esse tipo de investimento quanto constituindo braços bancários/financeiros próprios, por exemplo[529]. Porém, de modo geral, esse processo é verdadeiro para o grande capital, que possui a capacidade de diversificar sua atuação nesse sentido. Logo, ocorre objetivamente nessa fração uma importante convergência de interesses em direção às finanças, e a motivação dos grandes industriais e grandes comerciantes para lutar por algumas de suas pautas tradicionais – a redução da taxa de juros, por exemplo – reduz-se em relação a um contexto não financeirizado. As atividades e investimentos financeiros passam a representar uma 'válvula de escape' para a alocação do capital das empresas quando as condições para o investimento produtivo se deterioram, abrindo espaço para a arbitragem entre os dois tipos de investimento. A predileção pelos interesses financeiros ainda é reforçada pela situação do patrimônio pessoal dos proprietários, acionistas e administradores: tanto lucros retirados das empresas, bônus e rendas (dividendos, juros, aluguéis) não consumidos quanto o patrimônio acumulado são, em grande parte, alocados nos mercados financeiros.

Nesse sentido, ao reunirem diferentes atividades capitalistas, os grandes grupos econômicos financeirizados encerram em si contradições entre os interesses de mais de uma fração de classe, ou melhor, entre os objetivos de mais de uma função do capital. Logo, aqui é possível tomar emprestado a formulação de Erik Olin Wright[530], adaptando-a: os grandes capitalistas industriais e os grandes capitalistas comerciais, ou seus representantes, estariam atualmente em uma 'situação contraditória de <u>fração</u> de classe'[531]. Se há capitalistas ainda 'genuinamente' industriais ou comerciais, por assim dizer, seriam os de porte médio. Estes provavelmente possuem forte interesse

529 Também ocorre de bancos ampliarem sua atuação para atividades não-financeiras, nos moldes do capital financeiro tratado por Hilferding, como no caso do Itaú, mas esse movimento parece ser menos expressivo no Brasil. Ver Capítulo 4 e GONÇALVES, "Capital financeiro, bancário e industrial no Brasil".

530 Cf. WRIGHT, Classe, crise e o estado, cap. 2.

531 A expressão original é "situações contraditórias de classe" e foi empregada para tratar da classe média, por exemplo. Para mais detalhes, ver Capítulo 8.

em taxa de juros mais baixas, por exemplo, por não terem as mesmas possibilidades de arbitragem entre investimentos produtivos/comerciais e financeiros, nem os mesmos incentivos e meios de financiamento (juros subsidiados, desonerações e possibilidade de captação no exterior).

Cabe, assim, à análise de cada caso concreto determinar em que medida os capitalistas em situação contraditória lidam com sua condição e encampam as pautas de um tipo de atividade ou de outra, pois isso depende do contexto político, do peso de cada tipo de atividade na atuação da empresa e de como elas se combinam entre si, do grau de consciência da própria situação objetiva, etc. De todo modo, em um contexto de financeirização, é razoável pensar que os interesses financeiros tendam a elevar seu peso em relação a um cenário não financeirizado, até mesmo se tornando hegemônicos. Tudo indica que o governo Dilma foi um bom exemplo das consequências políticas dessa situação.

O caráter equívoco do conceito de "*finance-led growth regime*"

Para finalizar este capítulo, há ainda a questão do "*finance-led growth regime*" [regime de crescimento liderado/comandado pelas finanças], mencionado por Miranda e outros autores nas discussões sobre financeirização das empresas e também para se analisar o que ocorreu no Brasil entre 2004 e 2008. Por isso, embora abarque aspectos macroeconômicos, cabe aqui uma breve consideração sobre seu significado. A expressão foi primeiro utilizada por Robert Boyer[532], expoente da Escola da Regulação, para tentar apreender as características do regime de acumulação que sucedeu ao fordismo e estabelecer as condições nas quais se poderia obter crescimento nesse cenário. O intuito era acentuar a centralidade de processos financeiros na determinação de variáveis econômicas importantes, como o consumo das famílias (através do efeito-riqueza de ativos financeiros, por exemplo) e o investimento de empresas. Embora admita que os países anglo-saxônicos possuem um grau mais elevado de financeirização (em termos da proporção de riqueza alocada em ações em relação à renda disponível das famílias), o autor argumenta que o modelo se aplica, de modo geral, também a outros países do centro do capitalismo (como França, Alemanha e Japão). Ressalta-se, assim, que um aumento na rentabilidade do mercado de capitais pode ter um impacto virtuoso na economia, estimulando o crescimento e compensando os efeitos restritivos do próprio mercado financeiro.

O problema reside, porém, justamente no fato de que o 'efeito virtuoso' pode ocorrer, ou não, como o próprio autor admite[533]; e, mesmo ocorrendo, normalmente é temporário ou instável. O capitalismo estruturalmente possui contradições insuperáveis que levam a ciclos de crescimento

532 BOYER, "Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism?"

533 Boyer utiliza a expressão "*finance-led virtuous growth system*" (BOYER, 134 (grifo nosso).), revelando que nem todas as configurações do regime financeirizado levam a esse tipo de situação.

interrompidos por crises. No regime financeirizado, em particular, as fragilidades sistêmicas são maiores e o crescimento, incerto. A crise de 2008, ocorrida alguns anos após a publicação do artigo de Boyer, demonstrou isso[534]. Desse modo, o termo "*finance-led*" revela-se equívoco e, portanto, problemático para caracterizar a atual situação do capitalismo, na medida em que diz respeito a uma dinâmica específica. Mais do que isso, viu-se que as finanças normalmente se associam a problemas no investimento produtivo ou operam através de bolhas. Especialmente enganosa, pois, é a analogia com expressões que visam caracterizar estratégias efetivamente voltadas ao desenvolvimento (industrialização e crescimento econômico) adotadas pelos países: "*export-led*" para os Tigres Asiáticos, por exemplo.

Nesse sentido, embora carente da dialética necessária à compreensão da relação entre esfera financeira e produtiva, o termo "*finance-dominated*" [dominado pelas finanças][535], de Stockhammer, mostra-se mais adequado[536], pois ao menos conserva a ideia de que as finanças condicionam a dinâmica de crescimento, sem pressupor que os efeitos sobre este são positivos (ao contrário). Segundo o autor, os principais elementos que caracterizam esse regime de acumulação seriam: o consumo das famílias eventualmente impulsiona o crescimento na medida em que elas tenham mais acesso a crédito (embora o endividamento possa se tornar um fator de instabilidade); a orientação para o valor acionário reduz os gastos com investimento e aumenta a incerteza quanto ao crescimento; a desregulamentação dos mercados financeiros aumenta os fluxos de capital e, consequentemente, a volatilidade, a incerteza e a possibilidade de crises; a participação do governo no PIB fica estagnada, mas se mantém elevada, contribuindo para a estabilidade da economia; em função de tudo o que precede, o crescimento da demanda agregada é moderado e há maior grau de instabilidade (normalmente oriunda dos mercados financeiros domésticos e internacionais).

Bruno et al., por sua vez, perceberam que um "*finance-led growth regime*" seria apenas uma situação particular de um "*finance-dominated accumulation regime*" [regime de acumulação dominado pelas finanças]: "Um regime de crescimento no qual a circulação monetária e financeira, e não a alocação diretamente produtiva, torna-se a base da revalorização dos capitais é classificado como *finance-dominated accumulation regime*", justamente porque a "acumulação financeira" e a "acumulação de capital fixo produtivo" nem sempre possuem uma correlação positiva. Por outro lado, "em determinadas condições estruturais e conjunturais, esse padrão pode se converter num *finance-led growth regime*, caso em que o efeito-riqueza e o efeito-acelerador do investimento se revelam importantes para comandar a compatibilidade dinâmica entre produção e demanda

534 O autor até antecipa o fenômeno no final do texto, afirmando que o atual regime coloca um "desafio", o de saber "quando o seu sucesso se desdobrará em uma grande crise estrutural" (BOYER, 143.).

535 STOCKHAMMER, "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime".

536 Vai, inclusive, na mesma direção dos trabalhos mais antigos de Chesnais sobre o regime de acumulação com dominância financeira.

agregada”[537].

Afirma-se, então, que o Brasil teria vivido uma dinâmica de *finance-led growth* entre 2004 e 2008, cuja evidência estaria sobretudo na expansão da formação de capital fixo produtivo apesar do aumento da “taxa de financeirização da economia”[538]. Porém, não é demonstrado que o “efeito-riqueza” e o “efeito-acelerador” tenham operado, ao contrário:

> Trata-se, portanto de um sistema financeiro disfuncional no que concerne à promoção do crédito e do financiamento do crescimento econômico, mas altamente eficiente em promover a renda de juros e sua apropriação por parte dos segmentos diretamente beneficiados pelo processo de financeirização da economia brasileira[539].

De toda forma, o problema não se resolve. Primeiramente, não fica clara a adequação do emprego da noção de “regime” – que pressuporia arranjos institucionais relativamente sólidos e estáveis, de modo que um período de quatro anos de crescimento sob circunstâncias particulares parece insuficiente para ser caracterizado como tal. Além disso, embora os autores justifiquem o uso do conceito pelo fato de que a “norma de rentabilidade financeira comanda as decisões de alocação de capital, e então as expectativas de investimento produtivo”[540], afirmam que o crescimento no período ocorreu porque a rentabilidade real do capital fixo produtivo voltou a crescer e o ganho financeiro paralelamente declinou.

Ora, trata-se, portanto, de uma espécie de *finance-led* ‘às avessas’, ou seja, não de um crescimento estimulado pela ação das finanças (conforme os próprios autores chegam a sugerir[541]), mas possibilitado pela falta de atratividade momentânea do ganho financeiro, como deixa entrever o uso do verbo “permitir” (em vez de “impulsionar” ou “promover”) na seguinte passagem: no período em questão “a taxa de lucro empresarial nitidamente supera o ganho financeiro, induzindo à alocação diretamente produtiva das poupanças das firmas (…) a financeirização permite o surgimento de um regime de crescimento econômico a taxas moderadas”[542]. Algumas linhas depois, o desfecho da justificativa do uso do termo mostra realmente que se trata apenas de uma situação de tipo ‘*finance-dominated*’: “A rentabilidade real de referência encontra-se na órbita financeira e não nas atividades diretamente produtivas, que se estruturam como instância subordinada”. Por conseguinte, só houve crescimento quando o peso das finanças na ‘concorrência’ com o investimento produtivo arrefeceu (conforme, mais uma vez, sugere o próprio Miguel Bruno em

537 BRUNO et al., “Finance-led Growth Regime no Brasil”, 734–35.
538 Cf. BRUNO et al., 737–38.
539 BRUNO et al., 742.
540 BRUNO et al., 747.
541 Em nota de rodapé, afirmam que duas das razões para o estímulo ao crescimento foram o aumento da demanda externa pelas *commodities* brasileiras e a melhora das condições do mercado de consumo interno. A primeira relaciona-se com o crescimento chinês. A segunda pode ter indiretamente a ver com as finanças (crédito ao consumo), mas em grande medida deveu-se ao aumento real do salário mínimo e a programas governamentais de transferência de renda.
542 BRUNO et al., “Finance-led Growth Regime no Brasil”, 747.

outro texto[543]).

Miranda – fazendo referência ao conceito de *finance-led* via Bruno e al. – é quem descreve melhor o papel das finanças no crescimento da economia brasileira entre 2004 e 2008, através do investimento estrangeiro no mercado de capitais:

> A partir de 2004 ocorreu o segundo ciclo de entrada de capital externo no país, resultando no aumento da liquidez e do valor das empresas no mercado de capitais. Neste ambiente de euforia houve um crescimento das vendas (…) e uma redução da percepção do risco das empresas e de sua preferência pela liquidez (...) Estes fatores permitiram que as empresas aumentassem a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio e também dos gastos com o imobilizado[544].

Com a crise de 2008, porém, o cenário alterou-se e levou "à saída de capital estrangeiro do mercado de capitais brasileiro e à restrição de recursos ao país, o que reduziu o valor de mercado das empresas e aumentou as relações entre capital de terceiros e ativo, e capital de terceiros e patrimônio líquido, além de pressionar a taxa de câmbio"[545]. Esse é mais um elemento que reforça a maior pertinência do termo "*finance-dominated*" para caracterizar a economia brasileira e revela a participação ambivalente das finanças no crescimento entre 2004 e 2008[546]. Ainda não fica demonstrada a constituição, como colocado acima, de um regime de crescimento específico em meio à financeirização (nem de como as finanças poderiam gerar valor). Ao contrário, tudo indica ter se tratado de um mecanismo usual das finanças: boa parte dos recursos externos chegou via mercado de capitais, causando euforia, e partiu tão logo as condições mudaram, sem impactar de modo duradouro a taxa de lucro e, muito menos, a de acumulação do capital.

543 "O caráter bloqueador da financeirização sobre a taxa de acumulação de capital produtivo não pode ser eliminado, pode ser apenas atenuado por políticas de estímulos ao crescimento econômico por parte do Estado ou pela melhora do ambiente internacional" (BRUNO e CAFFÉ, "Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil", 8 grifo nosso.). No entanto, permanece a utilização do termo "*finance-led*", traduzido pelos autores como "puxado pelas finanças", o que não é o caso.

544 MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 85.

545 MIRANDA, 149.

546 Na própria citação do parágrafo acima, afirma-se que começa em 2004 um "segundo ciclo de entrada de capital externo no país" (grifo nosso), pois o primeiro ocorrera entre 1995 e 1998. Neste, porém, não houve impacto positivo na formação do imobilizado (ao contrário), de modo que ele não poderia ser caraterizado como *finance-led growth* de forma nenhuma.

PARTE III – GOVERNOS LULA E FINANCEIRIZAÇÃO

CAPÍTULO 7 – LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

Uma vez analisados aspectos importantes do aprofundamento da financeirização no Brasil nos anos 2000, cabe agora examinar mais detidamente qual a participação ou influência mais direta dos governos Lula nessa evolução – que, evidentemente, está além do controle destes, mas não escapa à sua interferência. Parte dessa discussão foi adiantada nos capítulos anteriores, como ao se mostrarem os efeitos da política de juros altos ou de crédito na lucratividade dos bancos, por exemplo, (Capítulo 4). Da mesma forma, quando se tratou dos fundos de pensão (Capítulo 5), ficou claro como eles foram estimulados pelo governo através de diferentes medidas, e algumas das razões para tanto, bem como apontaram-se algumas de suas consequências. Nesta Parte III, o foco recai, primeiramente, sobre as medidas legislativas e regulatórias – desde mudanças constitucionais até regulamentações de órgãos como CVM e Banco Central –, uma vez que eles estão no âmbito de atuação direta ou indireta dos governos, e podem ter impactos relevantes na financeirização. Além disso, no próximo capítulo, examinam-se de forma mais pormenorizada as políticas (sobretudo econômicas) adotadas e seus efeitos, assim como a economia política resultante.

Via de regra, a literatura sobre o processo global de financeirização limita-se, no quesito legislação e regulamentação[547], a um diagnóstico geral de abertura e 'desregulamentação' financeiras colocadas em prática pelo predomínio do neoliberalismo nos países ao longo das últimas décadas. Na realidade, trata-se em larga medida de um novo conjunto de dispositivos que visa conceder maior mobilidade e possibilidades ao capital de investimento financeiro, e não propriamente uma ausência de regulamentação. O grau de generalidade no tratamento do problema se explica, primeiramente, por uma questão acadêmica: a financeirização é tratada principalmente por economistas, com as questões e perspectivas que lhes são mais afins. Além disso, há o fato, mais decisivo, de que legislação e regulamentação são específicas e encontram-se fundamentalmente na alçada dos Estados[548].

Apesar da identificação dessa tendência geral, é preciso, portanto, uma análise caso a caso dos países para se detalharem as especificidades da ação de cada governo e buscar compreender em que direção caminham. Dado que uma das manifestações mais concretas do posicionamento de uma força política sobre determinado assunto ou questão é a legislação ou regulamentação que ela implementa ou tenta implementar, tal esforço é essencial. Além disso, mesmo quando não é possível

547 Legislação refere-se ao arcabouço de Emendas Constitucionais, Leis Complementares, Leis Ordinárias, mas também Decretos do Executivo, etc. Neste trabalho, considera-se "regulação" de modo abrangente, como os demais dispositivos: Resoluções, Instruções, Circulares, Portarias, etc. inclusive de órgãos subordinados, como Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

548 Embora blocos econômicos possam estabelecer regras comuns a todos os seus membros, como é o caso emblemático da União Europeia.

identificar claramente o impacto e o sentido de certas medidas concernentes ao campo financeiro – ou as forças que estão por trás da sua aprovação –, a própria profusão delas já é reveladora da força da financeirização em moldar o arcabouço legal[549].

Dessa forma, este capítulo tem como objetivo tratar da legislação e regulamentação que impactaram a financeirização adotadas durante os dois mandatos de Lula. Uma análise minuciosa e exaustiva, porém, certamente demandaria uma pesquisa somente para essa questão[550], de modo que o foco recairá sobre algumas das mais importantes sob dois pontos de vista: 'hierárquico' (ex. Emendas Constitucionais) e substantivo (que afetam mais diretamente o processo de financeirização). Para tanto, conta-se com análises, indicações e menções de diversos autores que tratam do tema da financeirização no Brasil.

Antes de se iniciar o estudo do período 2003-2010, contudo, cabe ressaltar que medidas essenciais para o avanço da financeirização no Brasil haviam sido tomadas anteriormente. Lula assume a Presidência da República dentro de um arcabouço institucional, legislativo e regulatório determinado, já fundamentalmente liberalizado, do qual partiu. Uma vez que ele, pela própria aliança estabelecida com setores da burguesia, não se propunha a reverter a abertura e desregulamentação financeiras[551], havia basicamente duas direções a seguir: aprofundar o quadro recebido ou suavizá-lo. Certamente não há uma coerência entre todas as medidas, até porque os governos petistas foram atravessados por contradições importantes devido aos arranjos políticos realizados. Não obstante, ficará claro que, se algumas restrições[552] e medidas fiscalizatórias ou compensatórias possam ter sido adotadas, contrariando os interesses do 'mercado', um vasto conjunto de ações teve efeito liberalizante e de estímulo às operações financeiras, seguindo ou aperfeiçoando a linha herdada dos anos 1990 nessa seara.

Antecedentes

Passando rapidamente pela legislação anterior ao governo Lula essencial ao nosso problema, há, em primeiro lugar, a Lei n° 4.595/1964 (do início da ditadura civil-militar), que estrutura o

549 A profusão de dados nos últimos anos sobre fundos de pensão, fundos de investimento, etc. vai no mesmo sentido.

550 Que precisaria, inclusive, examinar questões tais como: até que ponto foram iniciativa 'orgânica' do próprio governo ou se foram consequência de forte pressão externa; quais os objetivos almejados com elas (e se eles foram alcançado ou não); e se foram implementadas pelo núcleo do governo ou por setores mais afastados do centro do poder (ex. um órgão burocrático).

551 Cabe, inclusive, a pergunta de se ele teria força para tanto caso assim desejasse. Apenas um exercício de história contrafactual poderia ser feito, mas, dada a turbulência produzida nas eleições de 2002, bem como as sucessivas pressões políticas e econômicas sobre o governo ("Mensalão" a partir de 2005, estouro da crise internacional em 2008, etc.), parece difícil afirmar que teria sido possível reverter propriamente o quadro. Além disso, hoje se sabe o que aconteceu com Dilma Rousseff quando a classe capitalista se uniu contra seu governo – embora o contexto já fosse diferente. Por outro lado, isso não significa afirmar que o governo não poderia ter sido mais ousado em suas ações e tentado mobilizar a população para lhe dar respaldo.

552 Sobretudo no sentido de prolongar o tempo de investimento visando à poupança de longo prazo.

sistema financeiro brasileiro e cria o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. Além disso, o art. 192 da Constituição de 1988 trata do sistema financeiro, mas deixa para o âmbito de uma lei complementar a regulamentação da questão. Em 2003, no início do governo Lula, a Emenda Constitucional nº 40 – que será abordada mais à frente devido à sua importância – dá nova redação ao artigo, reduzindo-o a uma declaração de princípios, mas também deixando para leis complementares a regulamentação. A lei de 1964 (com as pequenas modificações que sofreu) permanece a base legislativa do sistema financeiro, pois até hoje tais leis não foram aprovadas. Não só as controvérsias e a complexidade da matéria fazem-na patinar no Congresso, como é provável que haja interesse do próprio setor financeiro em manter essa lacuna regulatória – pelo receio tanto de proibições e restrições às atividades quanto de amplas alterações no sistema que prejudiquem os atuais agentes.

Outro marco legislativo antigo e fundamental do mercado de capitais é a chamada Lei das Sociedades Anônimas, de nº 6.404/1976, que consolida o ordenamento jurídico sobre esse tipo de empresa. Entre seus pontos fundamentais figura o dividendo obrigatório mínimo a ser distribuído aos acionistas – de 25% do lucro líquido, via de regra. Em 2001 (final do período FHC), a Lei nº 10.303 alterou e acrescentou dispositivos na anterior, já no contexto da difusão da governança corporativa[553], e introduziu outras medidas de transparência e proteção aos acionistas minoritários. Embora tenha modificado a redação dos artigos que tratam da distribuição mínima de dividendos, manteve a proporção de 25%.

A lei de 2001 também introduz modificações no mercado de valores mobiliários, alterando a Lei nº 6.385/1976 – que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o principal órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais até hoje. Não obstante, a principal alteração na estrutura da CVM ocorreu em 2002, com as modificações introduzidas pela Lei nº 10.411. Além de conferir mais autonomia em relação ao Ministério da Fazenda, instituiu a estabilidade no cargo e mandatos de cinco anos para o presidente e diretores da instituição, beneficiando o setor financeiro[554]. Por outro lado, é o presidente da república que nomeia os ocupantes desses cargos – com aprovação do Senado –, de modo que é possível estabelecer no mínimo um alinhamento de posições e uma responsabilidade indireta daquele sobre o que é decidido, sobretudo em matérias importantes. Por isso, considera-se aqui que esse tipo de regulamentação está vinculada às ações do governo e, dado que as instruções da CVM possuem impactos importantes no mercado financeiro, algumas delas serão analisadas adiante.

Finalizando esse período, há ainda resoluções importantes do Banco Central. A de nº

553 Em 2001, a bolsa de valores cria três segmentos para classificar as empresas segundo critérios de governança corporativa e, em 2002, a CVM lança uma cartilha sobre o tema.

554 Algo análogo ao que seria a independência do Banco Central.

1.289/1987, por exemplo, impulsionou a internacionalização do mercado financeiro brasileiro. Ao isentar os investidores externos de imposto de renda em ganhos de capital no Brasil, incentivou fortemente a vinda de investimentos estrangeiros em carteira. A Resolução nº 1.524/1988, por sua vez, autorizou a constituição de bancos múltiplos, ou seja, a reunião de diversas atividades do sistema de crédito em uma mesma instituição (de bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, etc.). Essa mudança propiciou a diversificação da carteira dos bancos e dos seus instrumentos de captação de recursos, facilitando a administração e incrementando seus negócios. A regulamentação dos investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários nas companhias abertas brasileiras, por sua vez, se deu por meio da Resolução nº 1.832/1991, levando ao aumento considerável do ingresso de recursos externos.

O resultado desse período é sintetizado por Bernardo Miranda:

> O processo de desregulamentação financeira no Brasil teve início com a reforma do sistema bancário em 1989, conferindo maior liberdade aos bancos na determinação da taxa de juros e nas transações no mercado monetário (Sicsú, 2008). A partir de 1991, ocorreu a liberalização e a desregulamentação da conta capital e financeira com a mudança do marco regulatório, no intuito de adequar a legislação do país à realidade dos mercados financeiros internacionais (Carneiro, 2002). Estas reformas abriram o mercado de capitais ao capital estrangeiro, permitiram a entrada dos bancos estrangeiros no mercado doméstico, deram maior liberdade à movimentação do capital, de residentes e não-residentes, e facilitaram a captação de recursos no exterior pelas empresas nacionais[555].

Nos governos Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), o Ministério da Fazenda, no mesmo intuito de adequar o país à ordem internacional das finanças, buscou flexibilizar um dispositivo constitucional para permitir o ingresso ou aumento de participação das instituições financeiras estrangeiras no sistema de crédito brasileiro (através da Exposição de Motivos nº 311, de 1995). Cabe lembrar que, com as medidas adotadas ao longo dos anos 1990, o capital fictício bancário como proporção do PIB cresceu paulatinamente, assim como a participação dos ativos dos bancos múltiplos nos ativos totais do sistema de crédito[556]. Também nesse período, algumas empresas brasileiras começaram a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsa via ADRs (*American Depositary Receipts*).

Quanto às alterações constitucionais cruciais do período, foi criado, com o Plano Real em 1994, o Fundo Social de Emergência – composto por 20% dos impostos e contribuições sociais da União, a partir de então desvinculados da sua destinação prevista em lei. Com duração prevista de dois anos, foi renomeado Fundo de Estabilização Fiscal em 1997, e ganhou seu nome e configuração atuais – Desvinculação das Receitas da União (DRU) – em 2000, através da Emenda Constitucional nº 27[557]. Desde então, a DRU foi prorrogada sucessivas vezes, inclusive e sobretudo

555 MIRANDA, “Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica”, 68.

556 Cf. NAKATANI e SABADINI, “Sistema Financeiro e Mercado de Capitais”, 83–84.

557 Embora a DRU seja de fato a ‘herdeira’ do Fundo Social de Emergência e tomada como sua equivalente, é interessante notar uma nuance formal que pode se traduzir em diferenças práticas: o Fundo era tratado nos art. 71,

durante os governos do PT: duas vezes no período Lula (2003 e 2007[558]) e uma no governo Dilma (2011). Esta ainda enviou a PEC nº 87 ao Congresso em 2015, a fim de prorrogar novamente o dispositivo – dessa vez por oito anos em vez dos quatro que vinham sendo praticados e alterando-lhe a forma de cálculo (elevando o percentual para 30% e modificando a incidência da desvinculação)[559].

Apesar da polêmica em torno dos impactos efetivos da DRU ao longo dos anos, sua principal consequência é desviar recursos da Seguridade Social para outros fins. Mesmo se, devido às despesas "incompressíveis", tal como a Previdência, o governo é obrigado a realizar aportes na Seguridade Social após a desvinculação (e ela é então 'ressarcida' em alguma medida), o valor cedido é sempre maior e varia ano a ano: em 2006 o aporte foi de apenas 43% do que foi desvinculado e, em 2007, 52%, por exemplo – embora o percentual tenha crescido nos anos seguintes[560]. Além disso, outra crítica importante à DRU é que ela se destina fundamentalmente ao pagamento da dívida pública. No último ano do governo Lula, o montante correspondeu a 65,5% do superavit primário[561], seguindo o padrão de anos anteriores: entre 2000 e 2007, a proporção foi de 62,5% em média[562].

Em 1995, a Emenda Constitucional nº 6 eliminou a distinção entre capital nacional e capital estrangeiro, este podendo usufruir dos mesmos benefícios daquele desde então, tais como os empréstimos subsidiados do BNDES. Essa medida evidentemente estimulou a entrada de capital estrangeiro, que se direcionou, por exemplo, para as empresas em processo de privatização. Neste ponto, foi essencial o Programa Nacional de Desestatização, implementado pela Lei 8.031/1990, reformulado e ampliado pela Lei 9.491/1997[563], e ainda modificado em anos posteriores. Não obstante, os fluxos vindos do exterior não se limitaram às empresas, dirigindo-se em grande volume

72 e 73 e possuía objetivos explícitos: "de saneamento financeiro da Fazenda Pública Federal e de estabilização econômica, cujos recursos serão aplicados no custeio das ações dos *sistemas de saúde e educação, benefícios previdenciários e auxílios assistenciais de prestação continuada, inclusive liquidação de passivo previdenciário*, e outros programas de relevante interesse econômico e social" (BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, Art. 71 (grifo nosso).). Já a DRU é contemplada pela inclusão do art. 76, sem explicitação dos objetivos: "É desvinculado de órgão, fundo ou despesa, no período de 2000 a 2003, vinte por cento da arrecadação de impostos e contribuições sociais da União, já instituídos ou que vierem a ser criados no referido período, seus adicionais e respectivos acréscimos legais" (BRASIL, Art. 76 (redação original de 2000).).

558 Apenas em 2009 houve uma mudança importante em sentido contrário: a desvinculação sobre recursos destinados à educação passou a ter percentuais decrescentes, até ser zerada em 2011.

559 Uma dessas alterações foi a exclusão dos impostos federais. Dado que as contribuições sociais, que financiam a Seguridade Social, tiveram o percentual elevado, esta foi ainda mais afetada. A alteração da Constituição só se consolidou, contudo, após o golpe parlamentar de 2016, com a Emenda Constitucional nº 93/2016, que manteve o previsto na PEC e ampliou o mecanismo para Estados e Municípios. Trata-se de uma mostra evidente da centralidade desse dispositivo constitucional no funcionamento do Estado brasileiro atualmente, bem como a prioridade dada ao pagamento da dívida pública.

560 Cf. DIAS, "Desvinculação de Receitas da União, ainda necessária? - TD 103", 16.

561 Cf. DIAS, 13.

562 Cf. SALVADOR, "Seguridade Social na Conjuntura Atual", 10.

563 Precedida pela "Lei de Concessões" nº 8.987/1995, relativa a prestação de serviços públicos.

também para fundos de investimento, ações e títulos da dívida pública[564].

Ainda em 1995, foi aprovada a Lei nº 9.249, com impactos para a financeirização e para a distribuição de renda. Pelo seu art. 9º, permite-se o desconto dos "juros sobre capital próprio"[565] no cálculo do lucro real a ser tributado, em detrimento da arrecadação de impostos – uma das 'jabuticabas' brasileiras. O lucro final da empresa é assim majorado, o que beneficia diretamente os acionistas[566]. Além disso, pelo art. 10, isenta os lucros e dividendos distribuídos aos acionistas (de capital nacional e estrangeiro[567]) da incidência de Imposto de Renda. Ao incentivar essa distribuição, ou seja, a retirada de parte do excedente da empresa, reduz a quantia disponível para investimento produtivo[568], como mostrado anteriormente (Capítulo 6), e para segurança e manutenção, conforme o caso emblemático da Vale[569].

É preciso ainda se perguntar sobre o destino desses ganhos. Se parte é destinada ao consumo pessoal, a maior porção é provavelmente alocada nos mercados financeiros; ou ainda, no caso das empresas estrangeiras, abandona o país, já que as remessas de lucro para o exterior também ficaram isentas de imposto pela mesma lei. Os artigos mencionados não foram modificados ao longo dos oito anos dos mandatos de Lula, nem no governo Dilma (apesar da aprovação, em 2011, de uma lei versando precisamente sobre o assunto, a de nº 12.431).

A Medida Provisória nº 794/1994, criada no ano anterior e reeditada diversas vezes até dar lugar à Lei nº 10.101/2000, regulamentou a Participação nos Lucros ou Resultados (PLR) dos empregados (prevista desde a Constituição de 88). As consequências mais comentadas desse dispositivo referem-se às condições de trabalho, fundamentalmente: a flexibilização em decorrência da pulverização das negociações entre patrões e empregados e a substituição de aumentos da remuneração fixa por essa forma flutuante (mais conveniente para a empresa)[570]. Porém, interessa aqui especialmente um efeito ideológico, a saber, a aparência de que o empregado efetivamente

564 Cf. NAKATANI e SABADINI, "Sistema Financeiro e Mercado de Capitais", 76.

565 Trata-se de uma compensação (fetichista) pelo "custo de oportunidade" de se aplicar o capital produtivamente em vez de financeiramente a risco zero ou baixíssimo (rendendo juros). De outra perspectiva, é a compensação por aplicar o próprio capital na produção em vez de tomá-lo emprestado (portanto pagando juros) para tanto.

566 Cf. LIMA, "A natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio e as convenções para evitar a dupla tributação", 11–12; Cf. CARVALHO e SILVA, "Tributação de lucros e dividendos no Brasil", 13–14.

567 "O Brasil assinou tratados com diversos países para evitar dupla tributação e não existem restrições à distribuição de lucros e sua consequente remessa ao exterior" (SILVA, "A Liberalização do Investimento Estrangeiro e do Mercado Cambial no Brasil", 16.).

568 Cf. MIRANDA, "Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica", 84.

569 "A Vale teve um benefício tributário sobre os juros sobre o capital próprio de R$ 2,3 bilhões em 2017. Somados aos incentivos fiscais de R$ 1,2 bilhão e a outros benefícios, o tributo sobre o lucro foi reduzido de R$ 8,4 bilhões para R$ 4,6 bilhões". Isso se liga diretamente à sua capacidade de distribuir dividendos: "A Vale adota uma política bastante favorável de distribuição de dividendos e, mais recentemente, de recompra de ações. A empresa distribuiu em termos nominais *US$ 37,6 bilhões em dividendos* para seus acionistas, majoritariamente na forma de juros sobre o capital próprio, no período 2008-2017, o que correspondeu a aproximadamente 66% do lucro líquido acumulado no período" (BELLUZZO e SARTI, "Vale: uma empresa financeirizada".).

570 Interessante notar que os juros sobre capital próprio, criado pela lei previamente citada, são considerados custos. Por isso, são descontados do lucro antes de se fazer o cálculo da participação nos lucros (no caso de ser essa a modalidade adotada pela empresa), reduzindo o montante a ser distribuído aos empregados.

participa dos lucros, colocando-o na posição não só de beneficiário direto do bom andamento da empresa como de responsável por ele. Produz-se, assim, uma contradição nos interesses do trabalhador semelhante à decorrente da sua participação em fundos de pensão – na qual a poupança tornada capital de valorização financeira introduz essa dimensão 'capitalista' na situação de trabalhador[571].

A Lei Complementar nº 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), por sua vez, representou uma das medidas mais marcantes do governo FHC, pois foi alardeada como essencial para manter as finanças públicas em ordem e coibir abusos dos gestores públicos. A despeito de efeitos que ela possa ter tido nesse sentido, analistas observaram que ela foi criada, em grande medida, a fim de acalmar os credores do Estado, após anos de uma política de estabilização econômica baseada em juros altos e apreciação cambial que elevou muito a dívida pública. Nesse sentido, essa lei não possuía mecanismos de combate à corrupção e constituiu-se fundamentalmente em dispositivos para se gerar superavit primário, já que condicionava os gastos não-financeiros mas proibia a limitação de despesas financeiras. Assim, ela representou, segundo apreciação de Garagorry, "uma das mais importantes ações do Estado para a consolidação da hegemonia da OFI [oligarquia financeira internacional] em nosso país"[572].

Um dos pilares fundamentais do tripé macroeconômico ortodoxo erguido no segundo mandato de FHC e mantido nos governos Lula, as metas de inflação, também foi fruto de uma construção regulatória e legislativa. O Decreto nº 3.088, de 1999, justamente estabelece "como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de 'metas para a inflação'"[573], a serem fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)[574], a partir da recomendação do Ministro da Fazenda. Para ajudar na tarefa, o Comitê de Política Monetária (COPOM), criado pela Circular do Banco Central de nº 2.698/1996, teve suas atribuições modificadas no ano 2000 pela Circular nº 3.010: além de estabelecer as diretrizes de política monetária, passa a definir a meta da taxa Selic, bem como analisar o Relatório de Inflação mencionado no decreto de estabelecimento das metas de inflação.

Outras medidas ainda fortaleceram o setor financeiro brasileiro, ao ampliarem as condições de sua internacionalização. Em 1994, o Brasil aderiu ao Acordo de Basileia, que estabelece algumas

571 Mecanismo análogo de cooptação ocorre com a remuneração de executivos de empresas através das *stock options*. Seus interesses são, dessa forma, associados aos dos acionistas, já que a cotação das ações da empresa na bolsa passa a impactar diretamente seus ganhos.

572 GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 203.

573 PODER EXECUTIVO, Decreto No 3.088, Art. 1o.

574 Dado o incremento da importância do CMN a partir de 1999, cabe mencionar que alguns anos antes, em 1994, através da Medida Provisória nº 342 (convertida na Lei nº 9.069/95), a composição do CMN foi drasticamente reduzida a apenas três membros: ministro da fazenda, ministro do planejamento e presidente do Banco Central. Dentre os eliminados, estavam o ministro do trabalho e o "representante das classes trabalhadoras", que integravam o CMN desde meados dos anos 1980.

normas internacionais para o setor bancário. Em 1995, foi criado o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), que assegurava créditos especiais aos bancos privados em momentos de crise e estimulou a fusão de instituições e a desnacionalização do setor[575]. Em 1996, a CVM publicou a Instrução nº 255, que regulamenta um novo produto financeiro: os Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (BDRs, sigla do termo em inglês *Brazilian Depositary Receipt*), cuja finalidade é permitir o investimento, via bolsa brasileira, em ações de empresas de outros países – ou seja, sem a necessidade de operações de câmbio, etc. Abriu-se, assim, mais um campo de investimento financeiro que 'desvia' para o exterior recursos que poderiam ser utilizados domesticamente[576].

Quanto aos fundos de pensão, embora o maior impulso tenha ocorrido no período Lula, já houve uma evolução do quadro nesse sentido no período em questão. A reforma mais conhecida e importante é representada pela Emenda Constitucional nº 20/1998, que instituiu a idade mínima e o tempo mínimo de contribuição (e não mais de serviço) para a aposentadoria no setor privado, assim como o fim do teto de dez salários mínimos (sendo então definido pelo Executivo, reduzindo-o na prática) e o fator previdenciário (que pode limitar os benefícios e estimula o adiamento do pedido de aposentadoria). Embora tenha introduzido mudanças no regime dos servidores públicos, o governo não teve força política para alterações mais profundas – que só seriam implementadas em 2003, como o fim da aposentadoria integral e a paridade de reajustes entre ativos e inativos –, inclusive por oposição do PT.

A reforma de 1998 ainda modificou o art. 202, fortalecendo a previsão constitucional à regulamentação das entidades de previdência complementar e inserindo-as na seção sobre a Previdência Social. Em 29 de maio de 2001, foram também aprovadas duas leis complementares. A Lei nº 109 substituiu inteiramente a de nº 6.435/1977, que regulamentava até então essas entidades. Dentre as mudanças importantes, a proibição do estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação e a instituição do direito de portabilidade do plano forneceram maiores garantias e possibilidades aos clientes, visando atrair novos. A autorização para criação de fundos instituidores (geridos por sindicatos ou instituições profissionais de classe) também contribuiu para a elevação da escala dos recursos alocados, ao ampliar o rol de participantes do setor. A Lei nº 108, por sua vez, dispõe sobre a relação da União e dos entes federados com as entidades de que são patrocinadores, substituindo a Lei nº 8.020/1990.

575 Medida Provisória nº 1.179 e Resolução nº 2.208 do CMN, de 1995. Além disso, a Medida Provisória nº 1.514/1996 e a Resolução nº 2.365/1997 do CMN criaram o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), também com o intuito de promover o saneamento e privatização/desnacionalização de alguns bancos.

576 Contudo, a bolsa brasileira só tornou os BDRs disponíveis aos investidores de forma geral muitos anos depois, a partir de 2010.

Esse movimento legislativo revela o interesse do governo em estimular de modo geral o recurso à previdência complementar privada, inclusive entre os servidores públicos. Com intuito semelhante, a criação do Tesouro Direto em 2002 permitiu a pessoas físicas aplicarem diretamente (dependendo da corretora, sem taxas) nos títulos da dívida pública federal. Tratou-se de mais um dispositivo de desintermediação bancária visando aproximar o mercado financeiro do cotidiano dos indivíduos.

Governos Lula

Em 2002, o Partido dos Trabalhadores revelou uma postura mais pragmática com vistas a ganhar as eleições, em detrimento de certas posições históricas. Entre transformações mais profundas inviabilizadas pela falta de poder e chegar ao poder para realizar mudanças menos ambiciosas, o PT seguiu pela segunda via. A obtenção de apoio de parte da burguesia (inclusive da fração bancário-financeira interna[577]), selou os condicionantes da política econômica a ser praticada (de manutenção dos pilares macroeconômicos então vigentes). Dois documentos publicados pela campanha de Lula ainda na corrida eleitoral, embora não sejam de natureza legislativa ou regulatória, já traduziam as intenções de uma aproximação com esse setor e o distanciamento em relação a bandeiras tradicionais do partido[578]. O mais conhecido deles, publicado em junho, foi a Carta ao Povo Brasileiro[579], apelidado por seus críticos de "Carta ao Mercado Financeiro" justamente por conter uma tentativa de acalmar a classe capitalista quanto à possível, e cada vez mais provável, vitória de Lula. A formulação-chave do texto é a seguinte: "Premissa dessa transição será naturalmente o respeito aos contratos e obrigações do país", uma referência implícita ao pagamento da dívida pública e às privatizações, sobretudo. Além disso, antecipava-se a ortodoxia que de fato dominou a política econômica do governo eleito, principalmente no primeiro mandato (com Henrique Meirelles no Banco Central e Antônio Palocci no Ministério da Fazenda): "Não importa a quem a crise beneficia ou prejudica eleitoralmente (...) Para evitá-la, é preciso compreender que a margem de manobra da política econômica no curto prazo é pequena".

O outro documento, menos conhecido, intitula-se "O Mercado de Capitais como Instrumento do Desenvolvimento Econômico"[580], publicado em outubro (entre os dois turnos das eleições e após a visita histórica do candidato petista à bolsa de valores em agosto). Elaborado por um grupo de trabalho envolvendo membros da campanha de Lula e representantes da Bovespa e do

577 Lula e sua equipe se reuniram com a Febraban durante a campanha e o então candidato foi por ela elogiado (Cf. "Campanha: Banqueiros elogiam Lula após encontro na Febraban".).

578 Certamente, isso causou e ainda causa desconforto entre muitos militantes. Provavelmente por isso tais documentos não são encontrados (pelo menos facilmente) no site do PT, mas apenas em reportagens da época.

579 Cf. "Leia íntegra da carta de Lula para acalmar o mercado financeiro".

580 Cf. "Leia íntegra do documento PT-Bovespa para o mercado de capitais".

mercado financeiro, o documento inicia-se com uma "análise preliminar", na qual se lê: "Devem ser empreendidos esforços para que a poupança voluntária (na forma de fundos de pensão, fundos de investimento, previdência aberta, seguros, etc.) possa crescer, mobilizando recursos para o financiamento de investimentos privados" e "a operação eficiente do mercado de capitais é uma das condições necessárias para a retomada do crescimento e a competitividade internacional da economia brasileira".

A intenção de tornar os trabalhadores partícipes dessa formação de poupança e do mercado de capitais fica evidente ao se defender a criação de "condições para a democratização de parcelas do capital e da propriedade, permitindo (…) aos trabalhadores participarem dos resultados das empresas através da distribuição de ações e outros mecanismos que devem ser cada vez mais difundidos". Não surpreende, portanto, que um projeto de lei do ano 2000 tenha sido resgatado e transformado numa nova Lei das S/As (Lei 11.638/2007)[581], que permitiu aos acionistas não controladores reduzirem riscos e ampliar sua participação no controle da empresa: "O objetivo principal era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível aos pequenos investidores"[582]. Ela também promoveu a convergência das informações financeiras prestadas pelas empresas com o padrão internacional de contabilidade, notadamente a obrigatoriedade de as empresas de capital aberto informarem a Demonstração do Valor Adicionado – ou seja, como o valor adicionado é distribuído (entre lucro, pagamento de salários, etc.)[583]. Com isso, a tendência era de redução dos riscos para o investidor (ao melhorar a informação sobre as empresas) e de estímulo à vinda de capital estrangeiro.

No mesmo sentido, a chamada Lei de Falências (nº 11.101/2005) buscou tornar o investimento em empresas ou os empréstimos a elas mais atrativos e melhorar, assim, o 'ambiente de negócios' no país. Ao revogar o decreto de 1945 que regulava a questão, ela reformulou os processos de falência e recuperação de modo a dar-lhes maior celeridade e eficiência, bem como incentivar a manutenção dos empregos. Por outro lado, dentre as alterações mais importantes estão a limitação dos créditos trabalhistas (mas não dos bancários), assim como o favorecimento dos credores na prioridade de recebimento em relação ao fisco (ficaram na segunda posição) e a ampliação da participação destes no processo. Assim, Garagorry argumentou, à época, que a nova lei poderia "reforçar a tendência à concentração de capital, especialmente no setor financeiro, dado

581 As mudanças introduzidas por essa lei, e pela de nº 11.941/2009 (que lhe complementou), foram mais modestas do que a de 2001 (Lei nº 10.303). Porém, seus impactos foram relevantes, ao aproximarem o Brasil dos padrões internacionais. Nesse sentido, a edição de três importantes dispositivos legais modificando a Lei das SAs original, num período de apenas oito anos, mostra como o mercado acionário brasileiro evoluiu rápido nesse período, exigindo respostas no plano jurídico para, como de costume, dar segurança aos investidores.

582 PwC-IBRI, "Abertura de capital no Brasil: o processo e o papel do profissional de relações com investidores", 23.

583 Ironicamente, a DVA é uma informação importante para a avaliação da empresa pelo mercado, mas também se constitui num indicador da mais-valia extraída e da parcela do valor produzido que é apropriada pelo setor financeiro (juros e dividendos).

seu poder econômico, e por ser o único segmento entre os demais credores que é especializado em cobrança”[584]. Sem mencionar que o setor financeiro ficou de fora do âmbito dessa lei (art. 2). Como o Banco Central é o responsável pelas dificuldades financeiras dessas instituições, o prejuízo é socializado.

Após a introdução, o documento de campanha prossegue apresentando cinco pontos programáticos, baseados em propostas do “Plano Diretor do Mercado de Capitais”[585] (concebido alguns meses antes de sua elaboração, assinado pela Bovespa e por inúmeras entidades do setor financeiro, e cujos 50 pontos foram quase todos adotados até 2008[586]). O primeiro deles tratava do incentivo aos fundos de pensão, o que de fato foi realizado. O segundo ponto, mais polêmico, versava de modo genérico sobre o uso dos recursos do FGTS e do FAT no mercado de capitais. O FAT acabou ficando de fora e o Projeto de Lei nº 2.181/2003 do então deputado federal petista Paulo Bernardo – sobre a permissão do uso do FGTS para compra de ações, à semelhança das experiências no governo FHC – foi arquivado com a mudança de legislatura. Por outro lado, em 2007, a Lei nº 11.491 criou o Fundo de Investimento do FGTS (para financiar a infraestrutura do país) e autorizou os trabalhadores a aplicarem nele até 10% do FGTS. Em 2009, a Lei nº 11.087, fruto da conversão da Medida Provisória nº 464, ampliou o limite para 30%. No ano seguinte, parte dos recursos também pôde ser usado para compra de ações da Petrobras, através de um projeto de lei enviado pelo Executivo sobre a capitalização da petrolífera – transformado na Lei nº 12.276/2010.

Em outro ponto, defendiam-se juros mais baixos: “o nível atual e recente das taxas de juros ameaça a atividade produtiva e compromete a competitividade do mercado de capitais frente a outros investimentos”[587]. No segundo mandato de Lula (mas principalmente no governo seguinte, de Dilma), houve tentativas mais pronunciadas de redução da taxa Selic[588]. No entanto, a prioridade dada às metas de inflação e as oscilações do cenário externo[589] limitaram o alcance da redução. Assim, o Brasil continuou sustentando uma das taxas de juros reais mais elevadas do mundo[590], o que se refletiu na permanência do elevado grau de investimento em títulos da dívida pública. Por

584 GARAGORRY, “Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)”, 218.
585 Disponível em: “Plano Diretor de Mercado de Capitais”.
586 Cf. “A História do Mercado de Capitais no Brasil”.
587 “Leia íntegra da carta de Lula para acalmar o mercado financeiro”.
588 Houve redução gradual da Selic pelo Copom entre meados de 2005 e meados de 2007. Com a crise mundial, ocorre elevação, mas volta a cair ao longo do primeiro semestre de 2009. Segue-se um período de estabilidade até meados de 2010, quando volta a sofrer um aumento. No primeiro mandato de Dilma, redução mais pronunciada ocorreu entre 2011 e final de 2012. Em seguida, a Selic volta a subir continuamente até 2016.
589 Economias abertas e dependentes são especialmente vulneráveis a variações no cenário externo. Um aumento da taxa de juros nos EUA, por exemplo, tende a provocar fuga de capitais e a pressionar a taxa de juros doméstica para cima, a fim de estancar essa movimentação.
590 Para uma comparação internacional, ver, por exemplo, BRUNO e CAFFÉ, “Indicadores macroeconômicos de financeirização”, 54.

fim, ainda se defendiam no documento uma política tributária compatível com a prática internacional e medidas de proteção ao investidor, a fim de estimular o setor. Devido à generalidade das formulações, é difícil fazer uma apreciação categórica e sucinta a respeito. A discussão a seguir buscará fornecer elementos para tanto, sugerindo que, como adiantado no início, muitas medidas foram no sentido de contemplar os interesses financeiros.

As medidas legislativas e regulatórias iniciam-se, assim, somente em 2003. Começando pelas mais importantes em termos 'hierárquicos', foram aprovadas 28 Emendas Constitucionais durante o governo Lula, das quais algumas se relacionam direta ou indiretamente ao setor financeiro e à financeirização. Cabe ressaltar que, ao exigirem maioria qualificada para aprovação, as Emendas Constitucionais ou foram de iniciativa do próprio Executivo ou bancada governista, ou contou com o apoio desta, indicando, assim, o sentido dos esforços governamentais.

A Emenda Constitucional nº 40/2003, a mais diretamente atinente às questões tratadas aqui, foi aprovada já nos primeiros meses de governo. Obteve apoio quase unânime na votação tanto no Senado como na Câmara (nesta sob a presidência de João Paulo Cunha, do PT), embora a Proposta de Emenda Constitucional que lhe deu origem fosse de 1997, de autoria do então senador José Serra (do PSDB). Ela promoveu cortes drásticos no texto sobre o Sistema Financeiro Nacional (SFN), ao revogar todos os incisos e parágrafos do art. 192 e deixar apenas o caput, com a redação levemente modificada. A mudança mais significativa foi colocar "lei complementar" no plural[591], explicitando que a regulamentação do SFN poderia ser fatiada em mais de uma lei – em tese facilitando a aprovação das mesmas.

Dessa forma, o artigo passou a conter apenas uma espécie de declaração de princípios, deixando a regulamentação do SFN para leis complementares nunca aprovadas – que inclusive versariam sobre a participação do capital estrangeiro. Com as modificações realizadas, o próprio governo anunciou que também foram removidas barreiras à regulamentação da autonomia operacional do Banco Central (na realidade já formalizada[592]) – que passou a poder ser tratada separadamente. Embora esta não tenha sido de fato aprovada[593], outras medidas foram tomadas para que ela ocorresse na prática, tais como a atribuição de status de ministro de estado ao presidente do órgão (art. 2 da Lei nº 11.036/2004) – conferindo a este foro privilegiado e vinculando o BC

591 "O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram" (BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, Art. 192 (grifo nosso).).

592 Garagorry ressalta que, na verdade, o que estava realmente em jogo era o aprofundamento da autonomia para que o BC não somente executasse autonomamente a política monetária, mas a formulasse sem interferência do Executivo, com mandatos fixos para a diretoria (Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 193–95.).

593 Há diversas propostas, entre projetos de lei e de emenda constitucional, tramitando no Congresso Nacional até hoje sobre a questão: Cf. "Congresso Nacional já tem oito projetos de autonomia do Banco Central".

diretamente à Presidência da República, e não mais ao Ministério da Fazenda. O efeito dessa mudança foi particularmente importante a partir de 2006, quando Guido Mantega, considerado um adversário da linha ortodoxa, passou a ser ministro da fazenda.

Além disso, suprimindo a referência explícita a "seguros, previdência e capitalização" desse artigo (pertencente ao Título da Ordem Econômica da Constituição), "do ponto de vista constitucional, a previdência complementar ficou totalmente inserida no campo social"[594]. Importante mencionar também que um dos parágrafos revogados (§ 3º) era o que limitava, inspirado na "Lei da Usura" (de 1933), as taxas de juros reais no país a 12%. O impacto prático foi irrisório, já que o entendimento jurídico prevalecente no Supremo Tribunal Federal era de que a aplicabilidade desse limite dependia de lei complementar – também jamais aprovada[595]. Por outro lado, a dimensão simbólica não foi desprezível, já que a mudança foi encabeçada por um partido tradicionalmente crítico ao setor financeiro e ao caráter abusivo da dívida pública. Se o limite já não era aplicado por falta de lei complementar, sem um dispositivo constitucional nesse sentido, a luta política nessa direção ficou ainda mais difícil.

Já a Emenda Constitucional nº 41[596], aprovada também no primeiro ano de governo, diz respeito à reforma da previdência do setor público, que não havia sido concluída no período FHC por falta de força política suficiente (principalmente devido à oposição do PT). Manteve-se o intuito de reduzir os gastos sociais do Estado de modo a privilegiar o pagamento da dívida pública. Adicionalmente, teve um impacto fundamental na financeirização na medida em que significou mais um estímulo a planos de previdência complementar, e, portanto, também o fortalecimento de certos investidores institucionais e a afluência de riqueza para o mercado financeiro. A reforma de 1998 já havia representado um claro incentivo à complementação das aposentadorias via entidades privadas, sobretudo por três fatores: regulamentou estas entidades (art. 202 da Constituição); consolidou o teto para as aposentadorias do setor privado, fixando-o no valor de 10 salários-mínimos da época e definindo sua forma de reajuste (art. 201 da Constituição); e reduziu de modo geral o valor das aposentadorias devido ao fator previdenciário.

No setor público, a combinação de salários mais elevados com a extinção da aposentadoria integral[597], bem como a desvinculação entre a remuneração dos ativos e dos inativos e a estipulação de contribuição por parte destes (11%), provavelmente inseriu a reforma de 2003 no rol de fatores

594 LEITE, "O processo de financeirização do segmento da previdência complementar privada", 214.

595 Nesse sentido, partindo dos dados do BCB sobre a taxa Selic e o IPCA relativos a um período de 20 anos – de 1995 a 2014 –, a taxa de juros reais ultrapassou os 12% em praticamente metade do período. Foram sete anos (1995 a 1999, 2003 e 2005) de clara superação, e dois (2000 e 2006) em que se ficou muito próximo do limite.

596 Originada da PEC nº 40/2003, proposta pela própria equipe de Lula. Foi complementada pela Emenda Constitucional nº 47, de 2005.

597 O cálculo do benefício passou a ser a média do 80% melhores salários. Em 2013, com a regulamentação da Funpresp, os novos ingressantes no funcionalismo passaram a estar submetidos ao teto (igual ao do setor privado).

de estímulo à busca de complementação da aposentadoria[598]. Como visto anteriormente, por um lado houve fortalecimento das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão), ao serem estimuladas pelo governo federal[599], inclusive para os entes federativos. Por outro, multiplicaram-se igualmente as entidades abertas, para a população em geral, cujo patrimônio aumentou até mais rapidamente que o das fechadas.

A Emenda Constitucional nº 42, também proposta pelo governo em 2003, representou a (mini) reforma tributária do governo Lula[600], na qual, segundo Denise Gentil, "foram introduzidas algumas modificações que afetaram favoravelmente a receita da seguridade social"[601]. Porém, não houve alteração do caráter regressivo da tributação do país – nem, portanto, da injustiça fiscal que penaliza os mais pobres –, limitando-se a discussões semelhantes às encampadas pelo PSDB no período anterior[602]. Embora essa Emenda não introduza modificações diretamente sobre o setor financeiro, cabe ressaltar que através dela ainda prorrogaram-se: a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) de 0,38% por quatro anos – cuja relação com as transações financeiras fica evidente no nome[603]– e a DRU pelo mesmo período (e depois por mais quatro anos, através da Emenda Constitucional nº 56/2007). Alguns meses antes, a Lei 10.684/2003 (art. 18) havia elevado a COFINS para instituições financeiras de 3% para 4%. Por outro lado, algumas medidas em prol do capital, inclusive estrangeiro, foram tomadas no mesmo período: a Lei nº 11.312/2006 (conversão em lei da Medida Provisória nº 281), por exemplo, conferiu isenções de pagamento de Imposto de Renda e de CPMF[604] ao capital estrangeiro, incentivando a compra de títulos da dívida interna por este.

Em 2005, o economista e então deputado Delfim Netto, do PP, defendia o deficit nominal

598 Devido à contradição que perpassa os governos petistas, não é raro que medidas de redução de direitos sejam acompanhadas de algumas formas de compensação, sobretudo para os mais pobres ou desfavorecidos. No caso em questão, pode-se citar a diferenciação de alíquotas de contribuição dos empregadores segundo o porte da empresa e "o aperfeiçoamento das regras vinculadas ao sistema especial de inclusão previdenciária previsto na Emenda 41, destinado a trazer para a previdência social contingente expressivo de brasileiros que têm renda, mas estão fora da proteção previdenciária, por exercerem atividades informais ou autônomas" (AMARO e MENEGUIN, "A evolução da Previdência Social após a Constituição de 1988", 17.).

599 O Projeto de Lei 1.992/2007 (transformado na Lei nº 12.618 apenas em 2012, que criou de fato a Funpresp), por exemplo, já versava sobre a instituição do regime de previdência complementar para a União.

600 Em 2008, outras modificações foram tentadas através da PEC nº 233 (apensada à PEC nº 31/2007) – mais completa do que a de 2003, mas ainda sem dispositivos importantes na direção de reduzir a regressividade do sistema tributário brasileiro. Porém, até hoje a PEC não foi votada.

601 GENTIL, "A Política Fiscal e a Falsa Crise da Seguridade Social Brasileira", 153.

602 Cf. BRAMI-CELENTANO e CARVALHO, "A reforma tributária do governo Lula".

603 A CPMF, a princípio, é de "baixo custo arrecadatório, base ampla, enorme capacidade de geração de receita, baixa sonegação e não afeta os mais pobres" (DALL'ACQUA, "Análise da proposta de reforma tributária (EC no 42) do governo Lula", 37.), além de ser destinada a áreas como saúde, previdência social e erradicação da pobreza. Desse modo, mesmo com a criação da Conta Investimento (Lei nº 10.892/2004) – que isenta da contribuição as movimentações de um investimento financeiro para outro – e a proposta de reduzir a CPMF a uma alíquota irrisória (para fins fiscalizatórios), a tentativa de perenizá-la fracassou no Congresso. Ela foi extinta em 2007 e propostas posteriores de recriá-la com diversas modificações também não se concretizaram, revelando a resistência dos poderosos setores afetados por ela.

604 A Lei nº 10.833 de 2003 já havia avançado nesse sentido, isentando de CPMF as remessas para o exterior.

zero nas contas do governo e chegou a promover pelo menos um encontro entre empresários, parlamentares e ministros (Antônio Palocci e Paulo Bernardo) para promover a ideia[605] – que contava, ao que consta, com a anuência do próprio presidente Lula[606]. O governo chegou a esboçar uma PEC a respeito – similar, embora menos draconiana e de menor duração, à "PEC do Teto dos Gastos" efetivamente aprovada no final de 2016 pelo governo Temer: ela previa principalmente congelar por sete a oito anos o gasto real com custeio. Apesar das tratativas, que envolviam também elevar a DRU para 40%, a ideia da PEC acabou descartada, por falta de consenso dentro e fora do governo. Por outro lado, prevaleceu, na prática, uma política rigorosa de superavit primário[607] por parte do governo.

Deixando o terreno constitucional e passando à legislação e regulamentação sobre áreas específicas, cabem alguns comentários sobre as privatizações. Em âmbito mundial, elas se tornaram, desde a implantação progressiva do neoliberalismo, um destino importante para o capital sobreacumulado em busca de investimento. Por isso, elas tiveram papel fundamental no desenvolvimento da acumulação por espoliação, mas também da financeirização, na medida em que a abertura de capital em bolsa das empresas privatizadas abriu espaço ao capital de aplicação financeira. No Brasil, o auge das vendas de empresas estatais a grandes conglomerados de capital privado se deu no governo FHC, com as empresas de telecomunicações e via o Programa Nacional de Desestatização. No governo Lula, adotou-se prioritariamente outro modelo de relação com o setor privado, as concessões e Parcerias Público-Privadas (PPPs), até porque a maior parte das empresas já havia sido "desestatizada". A fim de colocar esse modelo em prática, o governo aprovou a Lei de nº 11.079/2004, que regulamentou as PPPs na execução de obras e serviços públicos. Aprofundou-se, assim, um outro flanco de penetração do capital privado nas atividades públicas, conferindo ao primeiro segurança e benefícios maiores do que em investimentos usuais.

Passemos, então, a alguns pontos no que diz respeito ao setor bancário. Viu-se anteriormente que a Lei de Falências (de 2005) elevou a prioridade dada ao pagamento dos credores, beneficiando-os. Além disso, à época da crise financeira internacional, houve nova rodada de concentração do setor na qual o ABN foi comprado pelo Santander (meados de 2007) e Itaú e Unibanco passaram por processo de fusão (final de 2008). No setor público, a Medida Provisória nº 443/2008 (convertida na Lei nº 11.908/2009) facilitou a compra de instituições financeiras públicas ou privadas (incluindo-se seguradoras e entidades de previdência complementar) pelos grandes

605 Cf. "Emenda constitucional que propõe déficit zero será discutida em jantar".
606 Cf. "Lula quer apoio para o déficit zero".
607 "Superavit primário" ocorre quando a arrecadação do governo é maior do que suas despesas (fora custos com a dívida), de modo que o excedente se destina ao pagamento de juros da dívida pública. "Deficit nominal zero" significa realizar um superavit primário tal que iguale os juros da dívida, fazendo com que esta não cresça (ou até diminua, caso se faça superavit nominal).

bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), ao permitir que estes constituíssem subsidiárias com essa finalidade. A maior operação facilitada por essa medida foi a de incorporação da Nossa Caixa, então pertencente ao Estado de São Paulo, pelo Banco do Brasil ainda em 2008. Com isso, o banco federal quase recuperou sua posição de líder, aproximando-se do Itaú. Por outro lado, o CMN publicou uma série se resoluções tentando suavizar, sem muito sucesso, os efeitos nefastos da concentração bancária sobre o *spread* e a as tarifas, tais como as que versam sobre a portabilidade cadastral e de crédito (Resolução nº 3.401/2006), a cesta básica e gratuita de serviços (Resolução nº 3.919/2010) e a conta-salário gratuita (Resolução nº 3.402/2006).

Na direção de fomentar a inserção bancária da população de menor renda, também foram tomadas várias medidas, como, por exemplo, a Resolução do CMN nº 3.211/2004, que altera e consolida as normas sobre as chamadas "contas simplificadas", e a criação dos programas "Caixa Aqui" e "Banco Popular do Brasil". A Medida Provisória n° 122/2003, convertida na Lei nº 10.735/2003, foi no mesmo sentido, ao ampliar a oferta de microcrédito. Ela estabeleceu a obrigatoriedade de aplicação de 2% do total dos depósitos à vista do sistema financeiro em operações de microcrédito, além de regulamentar a profissão de técnicos em crédito. Complementarmente a esse esforço, o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), instituído pelo Decreto nº 5.685/2006, constituiu um Grupo de Trabalho em maio de 2007, com o objetivo de propor uma estratégia nacional de educação financeira[608]. O resultado foi uma proposta que conta, inclusive, com capítulo dedicado à educação financeira nas escolas[609].

Ainda em relação ao crédito, houve a implementação do novo Sistema de Informações de Crédito e de medidas de incentivo às cooperativas e ao crédito habitacional[610]. Quanto a este, a instituição da alienação fiduciária pela Lei nº 10.931/2004 incentivou os bancos privados a ampliarem suas operações. A Medida Provisória n° 226/2004 (convertida na Lei N° 11.110/2005), por sua vez, criou o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO), visando ampliar essa modalidade. Um conjunto de leis também foi aprovado a fim de estimular especificamente o crédito consignado. Este foi crucial, ao lado do microcrédito, para um dos pilares da política do governo Lula: o estímulo ao consumo das famílias. Permitido aos servidores públicos desde 1990, através da Lei nº 8.112, somente com a sua extensão para trabalhadores do setor privado e para aposentados e pensionistas do INSS em 2003 (Lei nº 10.820), além de outras regras

608 Cf. "Plano Diretor de Estratégia Nacional de Educação Financeira".

609 Essa prática tem se tornado cada vez mais difundida e seus impactos ideológicos precisam ser acompanhados de perto. Em 2018, a CVM propôs educação financeira para crianças a partir de 3 anos de idade ("CVM quer educação financeira para crianças a partir de 3 anos".). Chamam a atenção também iniciativas que visam levar bem 'longe', a educação financeira e as estratégias de investimentos, como o canal no Youtube "Favelado Investidor", criado por três jovens da periferia de São Paulo.

610 Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 76 e 102.

facilitadoras implementadas em 2004 com o Decreto nº 5.180 e com a Lei nº 10.953, é que o crédito consignado se expandiu significativamente. Ao ganhar relevância entre as modalidades de crédito, tornou-se um dos responsáveis pela sustentação da lucratividade dos bancos ante a queda dos juros na época[611], e a participação dos bancos públicos nessas operações foi expressiva (o Banco do Brasil era o líder em 2008).

Em relação ao câmbio, sabe-se que um mercado liberalizado não só abre a possibilidade de importantes transações especulativas como facilita a entrada e saída de riqueza em um país. Assim, trata-se de um elemento fundamental no quadro da financeirização. Em 2005, o mercado de câmbio brasileiro sofre alterações significativas justamente no sentido da liberalização e facilitação das operações[612]. A Resolução nº 3.312/2005 do Conselho Monetário Nacional (CMN), por exemplo, autorizou e normatizou operações internacionais de *hedge* por pessoas físicas e jurídicas. A Resolução nº 3.265/2005 do mesmo órgão consolidou[613] a unificação dos dois mercados oficiais de câmbio então existentes[614], eliminando as assimetrias entre ambos e liberando as operações de forma geral (exceto aquelas sujeitas a regulamentação específica). Aos não residentes foi permitido realizar remessas ao exterior sem precisar passar pelas contas CC-5 (evitando dupla cobrança de CPMF), bem como extinguiu-se a necessidade de autorização do Banco Central para a aquisição de recursos externos: foi criado um regulamento único (o RMCCI), que diminuiu a documentação exigida e os custos, além de simplificar os procedimentos. Por outro lado, tornou-se obrigatório o registro no Banco Central mesmo de operações de baixo valor, aumentando a transparência[615].

Adicionalmente, em 2006, a Lei nº 11.371 revogou a multa sobre importações prevista na Lei nº 10.755/2003, bem como a obrigatoriedade de 100% de cobertura cambial nas exportações. Aos exportadores foi facultado, assim, manter 30% de sua receita no exterior – livre de cobrança de CPMF –, enquanto os outros 70% tiveram suas operações cambiais facilitadas (Resolução nº 3.389/2006 do CMN). Em 2008, o limite de 30% foi ampliado para 100% (Resolução nº 3.548), e a

611 Cf. CAMARGO, 98 e 101.

612 Completando um processo iniciado nos anos 1990, no qual "o Brasil avançou de uma situação em que era proibida a remessa de recursos para o exterior por parte de residentes (…) para uma situação de maior simplificação [, criando assim] um mercado cambial livre, com um sistema financeiro sofisticado" (SILVA, "A Liberalização do Investimento Estrangeiro e do Mercado Cambial no Brasil", 19.).

613 O processo de unificação dos dois mercados já vinha, de fato, desde 1999, com a implantação do câmbio flutuante. Porém, a regulamentação ainda não havia sido realizada, assim como outras medidas de liberalização/flexibilização do mercado de câmbio.

614 O Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF): "O MCTL era para transações comerciais, interbancárias e todas as operações sujeitas a registro no BC (investimento estrangeiro, empréstimos etc) e exigia uma documentação mais detalhada, porém o mercado tinha maior liquidez. O MCTF era para viagens internacionais, serviços e transferências internacionais de Reais (as famosas remessas via CC-5) e exigia uma documentação mais simples, mas o mercado tinha menos liquidez, o que afetava a cotação da taxa de câmbio" (CARVALHO, "A eficácia dos controles de entrada de capitais no Brasil", 59.).

615 "Além da redução do custo de transação, o novo modo ainda aumenta a transparência à medida que todas as transações serão cadastradas no Banco Central, inclusive as inferiores a US$10 mil, as quais não eram cadastradas se fossem remetidas via CC-5" (CARVALHO, 59.).

Resolução nº 3.568 substituiu a de nº 3.265/2005 e a de nº 3.412/2006 (que já eliminava as restrições às aplicações no mercado de capitais e de derivativos no exterior por parte de pessoas físicas ou jurídicas em geral). Essas medidas apontaram para o aprofundamento da financeirização, ao aproximar os interesses dos setores financeiro e exportador: "O fato é que o exportador agora também funciona como especulador financeiro, pois a livre oferta (pelos exportadores) e demanda (pelos agentes financeiros) de dólares unifica os interesses do capital financeiro em geral"[616]. Isso se somou, portanto, à financeirização das empresas em geral como fator de aglutinação das frações do bloco no poder sob a hegemonia financeira.

Em relação aos fundos de investimento, segundo Varga e Wengert em 2011, "as autoridades têm estabelecido diversas regras para proteger os investidores e organizar essa indústria. Além disso, têm efetuado uma supervisão ativa das atividades de gestão de investimento"[617]. Efetivamente, há uma série de instruções publicadas pela CVM ao longo dos anos 2000, promovendo pequenas e grandes alterações, das quais se mencionarão duas em particular. Em 2004, entra em vigor a Instrução nº 409, que se apoia na Lei 6.385/1976 e revoga instruções anteriores (dos anos 1990). Ela é importante, pois unificou a regulação dos fundos, antes dividida entre o Banco Central e a CVM, e dispõe de modo abrangente sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, balizando o setor. Ela contém, por exemplo, uma classificação dos fundos, a definição de "investidor qualificado", normas para o fornecimento de informação e sobre a responsabilidade dos participantes do setor. Em 2007, a Instrução nº 450 revoga algumas anteriores e altera outras, inclusive a de nº 409, detalhando alguns de seus artigos e modificando a classificação dos fundos[618]. Ao lado de outras instruções do período, ela ampliou a possibilidade de investimento em títulos de crédito privado e abriu espaço para a internacionalização dos fundos, ampliando os limites nesse quesito: permitiu a aplicação de até 100% do patrimônio no exterior para fundos classificados como de "Dívida Externa" e para investidores qualificados, de até 20% para os fundos "Multimercado" e de até 10% para as demais classes. Mais recentemente, a Instrução nº 555/2014 revogou a de nº 409 e alterou a de nº 450 (entre outras modificações), sendo o arcabouço regulatório geral de fundos de investimento vigente no país atualmente.

Em 2004, chama a atenção que alterações na tributação de aplicações financeiras tenham sido realizadas via medida provisória (de nº 206/2004, posteriormente convertida na Lei nº 11.033/2004). Tal expediente é justificado pela simples reafirmação da importância concedida ao

616 FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula, 111.

617 VARGA e WENGERT, "A indústria de fundos de investimentos no Brasil", 107.

618 Novos tipos de fundo vão sendo criados e regulamentados. Em 2003, por exemplo, a Instrução nº 391 cria os Fundos de Investimento em Participações (conhecidos como fundos de *private equity*). Eles concentram seus investimentos em participações societárias de empresas de capital aberto ou fechado, ou em cotas de outros fundos.

setor financeiro: “A relevância e a urgência das medidas propostas se justificam pela premente necessidade [de se] atribuir maior qualidade aos mercados financeiro e de capitais do País”[619].

À primeira vista, essa lei contrariou os interesses dos investidores, na medida em que alterou a incidência de Imposto de Renda sobre aplicações financeiras, elevando as alíquotas de curto prazo. Evidentemente, essa mudança é resultado da avaliação, por parte do governo, de que os investimentos no Brasil possuíam elevada volatilidade e caráter especulativo. Ao tornar as alíquotas regressivas com o tempo de permanência, visava-se estimular os investimentos – portanto a poupança – de longo prazo: “o objetivo primordial desta regulamentação é criar condições que melhore[m] a estrutura do mercado financeiro e promova[m] um incentivo à poupança de longo prazo, mediante concessão de estímulos tributários”[620]. Contudo, se a alíquota regressiva elevou a tributação para investimentos (fundos e aplicações) de prazo menor (até 180 dias), as de investimentos de prazo maior (embora não tão grande: superior a 360 dias) foram reduzidas em relação à situação anterior, que era de 20%[621], beneficiando os investidores em detrimento do fisco.

A mesma legislação ainda diminuiu a tributação sobre operações na bolsa de valores (para 15%) “buscando estimular a capitalização de empresas nacionais”[622], assim como multiplicou por quase cinco o valor da isenção mensal aplicável aos ganhos de capital na alienação de ações negociadas no mercado de balcão. Alterando a legislação sobre a Conta Investimento (criada pela Lei nº 10.892/2004 a fim de permitir a transferência de recursos entre aplicações financeiras sem pagamento de CPMF), também ampliou o leque de investimentos isentos dessa contribuição[623].

A previdência complementar, por sua vez, tampouco ficou livre de alterações. Como visto anteriormente, desde o governo FHC foram tomadas medidas de estímulo a ela, inclusive com a criação das duas modalidades mais populares de planos abertos, o PGBL (em 1998) e o VGBL (em 2002). Durante o período Lula, uma série de leis e regulamentações, sobretudo resoluções do Conselho Monetário Nacional e do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, foi implementada no mesmo intuito. Visando alongar o prazo de poupança – de modo análogo ao que fora feito para os fundos de investimentos –, o governo aprovou a Lei nº 11.053/2004 (conversão da Medida Provisória nº 209/2004), que trata da tributação dos planos de benefícios de caráter previdenciário. Ao criar uma tabela alternativa de Imposto de Renda sobre esses planos – de alíquota regressiva conforme o tempo de permanência dos recursos – a lei em questão abriu a possibilidade de benefícios fiscais atrelados ao prazo, sobretudo para aplicações superiores a dez

619 PODER EXECUTIVO, Medida Provisória no 206/2004, seç. Exposição de Motivos, ponto 20.
620 PODER EXECUTIVO, seç. Exposição de Motivos, ponto 2.
621 Em 2010, a Instrução Normativa nº 1022 da Receita Federal, estendeu a tabela regressiva para fundos de renda variável, que estavam excluídos da regressividade.
622 PODER EXECUTIVO, Medida Provisória no 206/2004, seç. Exposição de Motivos, ponto 6.
623 Cf. PODER EXECUTIVO, seç. Exposição de Motivos, ponto 11.

anos, cuja alíquota passou a ser de 10% na fonte.

As entidades fechadas de previdência complementar (os fundos de pensão) foram, não obstante, objeto privilegiado de regulamentação durante o governo Lula. As 29 resoluções do Conselho de Gestão da Previdência Complementar entre janeiro de 2003 e agosto de 2009[624] versaram sobre diversos aspectos dessas entidades. A de nº 9/2004, por exemplo, criou a Comissão Nacional de Atuária da Previdência Complementar e a de nº 14, o Cadastro Nacional de Planos de Benefícios das Entidades Fechadas de Previdência Complementar e dispõe sobre plano de benefícios. A resolução de nº 16/2005 definiu e normatizou as modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, enquanto a de nº 13/2004, de nº 23/2006 e de nº 28/2009 versam sobre princípios e práticas de governança e procedimentos de divulgação de informação e de contabilidade, de modo a se obter maior transparência e muitas vezes convergindo com padrões internacionais. Por fim, a de nº 20/2006 permitiu aos planos de benefícios constituídos por Instituidor receberem aportes de terceiros.

O Conselho Monetário Nacional, por sua vez, publicou três resoluções amplas sobre a aplicação dos recursos das entidades fechadas no mesmo período, cada uma substituindo a anterior e seguindo uma linha de afrouxar os limites e diretrizes de investimento[625]. A primeira delas foi a de nº 3.121/2003, publicada já no primeiro ano de governo, que revogou resoluções do final do governo FHC. Foi substituída pela de nº 3.456/2007, que já permitiu o investimento em fundos multimercado e ampliou as possibilidades de aplicação em derivativos e no exterior. Por fim, a Resolução 3.792/2009, vigente até maio de 2018, permitiu a aplicação em novos ativos financeiros e criou mais dois segmentos passíveis de investimentos: "no exterior" – com limite fixado em 10% – e "estruturados". Além disso, ampliou os limites de alocação em ativos de maior risco, sobretudo em renda variável (passando de 50% para 70% do patrimônio do plano). Por outro lado, estabeleceu ou sistematizou os limites de alocação e concentração por emissor e de concentração por investimento, simplificando-os; e atribuiu maior responsabilidade aos administradores (ao preço, contudo, de permitir operações mais especulativas, como as de *day-trade*)[626].

Por fim, cabe mencionar a lei que criou o Fundo Soberano Brasileiro. Como visto no Capítulo 5, os fundos soberanos são fundos de investimentos detidos por Estados, normalmente destinados a aplicações no exterior. Independentemente da magnitude de cada fundo, é importante salientar que se trata de uma modalidade nova dos Estados alocarem recursos de forma a

624 Todas disponíveis em: "Resoluções CGPC — Previc".

625 Linha esta iniciada antes governo Lula, é claro, mas que se aprofunda com o surgimento de novos produtos financeiros e com a pressão do mercado financeiro. Para contrastar, até 1994, havia não só limites máximos de alocação, como pisos (para títulos públicos, ações e imóveis, por exemplo), revogados pela Resolução nº 2.109/94.

626 Para mais detalhes sobre as mudanças introduzidas pela Resolução 3.792/2009, ver "CMN 1: Aumenta leque de investimentos dos fundos de pensão".

rentabilizá-los, utilizando-se muitas vezes dos mercados financeiros. Apesar de possuir objetivos mais estratégicos que um fundo soberano tradicional (como mostrado a seguir) não se sabe ao certo quais seriam os rumos do FSB, pois ele não chegou a acumular muitos recursos e teve vida curta (dez anos):

> O FSB foi criado pela Lei Nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior. A descrição marca algumas diferenças de propósitos entre o FSB e o que se define como um FSI [Fundo Soberano de Investimentos] tradicional. O fundo brasileiro não visa administrar parte das reservas internacionais, de forma a conseguir maiores retornos financeiros, como são os casos da China e da Coreia do Sul, nem poupar recursos de exportações de determinado recurso natural, como o caso dos FSIs de países do Golfo Pérsico. O FSB tem objetivos estratégicos, relacionados à promoção do crescimento e à manutenção da estabilidade econômica"[627].

627 Cf. MAGALHÃES, "Determinantes dos fundos soberanos de investimentos e o caso brasileiro", 130.

CAPÍTULO 8 – POLÍTICA ECONÔMICA E ECONOMIA POLÍTICA

A legislação e a regulamentação implementadas fornecem indicações importantes acerca das concepções e práticas de governos e sobre a correlação de forças a respeito de determinadas questões. Contudo, as políticas postas em prática são ainda mais reveladoras, assim como dos condicionantes em relação aos quais os agentes estão submetidos. No caso da financeirização, a política econômica é especialmente relevante, constituindo-se em elemento fundamental para a compreensão da economia política. A análise desta e de medidas a ela associadas, por sua vez, permite compreender mais claramente quais classes ou frações de classe são preponderantes, tanto do ponto de vista da capacidade de orientar a ação do Estado como da vantagem econômica (dado que essas duas dimensões não evoluem necessariamente *pari passu*, como defende Poulantzas[628]). Logo, esse tipo de análise é crucial para a discussão aqui realizada a fim de aferir a capacidade de influência do Estado, bem como de apreender a dominância dos interesses financeiros no Brasil e estabelecer alguns de seus traços. Mais especificamente, trata-se de iluminar uma questão fundamental concernente ao período Lula: como se deu a convivência entre "neodesenvolvimentismo"[629] e financeirização.

Em razão de algumas diferenças importantes entre os dois mandatos de Lula, estes são tratados em seções distintas. Antes, porém, são apresentadas considerações sobre o período anterior a 2003 devido às continuidades existentes, bem como porque o contexto no qual um governo assume é fundamental, na medida em que condiciona suas ações. A questão da dívida pública é aprofundada em seção à parte – dado seu papel crucial na financeirização no Brasil –, assim como as formas sintéticas de mensuração de aspectos quantitativos da financeirização. Por fim, aborda-se o tema da desigualdade de renda e riqueza, uma vez que sua piora/manutenção pode ser vista como uma 'consequência-síntese' da financeirização e da economia política a ela associada.

A "herança maldita"

Embora a implementação no Brasil do receituário conhecido como "Consenso de Washington" tenha se iniciado nos estertores da década de 1980, até meados dos anos 1990 não

628 A teoria de Poulantzas sobre o Estado é utilizada por muitos autores tratados nesta tese a fim de compreender a questão das classes e frações de classe (Cf. PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula"; Cf. FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula; Cf. BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil.). Segundo o autor, a "fração hegemônica" politicamente é aquela capaz de conduzir o "bloco no poder", mas nem sempre é a diretamente mais beneficiada economicamente: "dominação econômica e hegemonia política não se identificam necessariamente e de maneira mecânica. Uma fração da burguesia pode ter o papel dominante na economia sem ter, entretanto, a hegemonia política" (POULANTZAS, "As classes sociais", 32.).

629 Termo de Armando Boito Jr., a ser tratado posteriormente (Cf. BOITO JR., "As bases políticas do neodesenvolvimentismo".).

parecia haver se estabelecido claramente a hegemonia de uma fração no "bloco no poder"[630] brasileiro. A ampla e rápida abertura comercial e financeira implementada nos anos seguintes permitiu que o grande capital internacional aprofundasse e transformasse sua inserção no Brasil: além da participação estrangeira nas privatizações, "as reformas liberalizantes de FHC (…) conduziram não a um novo ciclo de investimentos e crescimento econômico, mas sim a uma dependência financeira externa (…), diante de fluxos internacionais de capitais cada vez mais expressivos e voláteis"[631]. Assim, forjou-se um amplo consenso entre analistas do campo crítico de que o período dos governos Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) correspondeu à consolidação do neoliberalismo[632] – na esteira, ressalte-se, do que ocorreu na América Latina de forma geral[633]. Diante do aprofundamento da financeirização associado a esse processo, constatou-se que a fração financeira da classe capitalista (bancos, fundos de pensão, seguradoras, etc.) se tornou então hegemônica no bloco no poder, exercendo seu comando principalmente através do Banco Central.

Conforme argumenta Garagorry[634], essa fração só consolidou sua posição durante o segundo mandato do governo FHC, mais especificamente a partir de 1999, quando o chamado "tripé macroeconômico" foi instaurado: metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal. Nesse período, os interesses do que o autor denomina "oligarquia financeira internacional" (fundamentalmente, os grandes investidores internacionais e grandes bancos, normalmente sediados nos EUA, Europa e Japão) passaram, de modo mais evidente, a ser prioritariamente atendidos pelo governo[635]. As principais ações são: abertura financeira (que, evidentemente, permitiu a entrada de capital estrangeiro e facilitou os fluxos de capital de aplicação financeira); políticas de taxas de

630 Conceito de Poulantzas para analisar o Estado. Ver nota 628.

631 TEIXEIRA e PINTO, "As políticas econômicas dos governos FHC, Lula e Dilma", 917.

632 Ainda que essa adesão ao receituário neoliberal possa ser considerada comparativamente menos profunda do que em outros países sob alguns aspectos, sobretudo as privatizações. Aqui, muitos setores, como saúde e educação (ambos contando com um sistema universal e gratuito, apesar dos inúmeros problemas e ataques sofridos), permaneceram majoritariamente sob sua responsabilidade – ainda que a privatização tenha avançado mais recentemente, inclusive pelas 'bordas' (através de incentivos fiscais, concessões, parcerias público-privadas e da administração de equipamentos públicos pelas organizações sociais, por exemplo). Além disso, dois dos maiores bancos do país são estatais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), assim como a maior empresa 'não-financeira', a Petrobras.

Segundo o Instituto Fraser, o Índice de Liberalização Econômica para o Brasil entre 1995 e 2010 é inferior ao da média e da mediana mundiais, embora tenha aumentado no período. Já para a Fundação Heritage, o índice do Brasil ficou acima do da média e da mediana mundiais entre 1999 e 2006, porém reduziu-se ligeiramente nos anos seguintes (Cf. GONÇALVES, "Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores".).

Becker et al., por sua vez, argumentam que o Brasil, em relação aos demais países da América Latina, implementou tarde as reformas neoliberais e estas foram menos pronunciadas. No entanto, enfatizam que a financeirização foi uma característica central dessas reformas (Cf. BECKER et al., "Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis", 235.).

633 Conforme o Capítulo 3.

634 Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)".

635 Importante salientar que, seguindo Poulantzas, o autor considera que a preponderância econômica não basta para identificar a fração hegemônica. É preciso analisar a política econômica e social efetivamente implementada pelo Estado, de modo a verificar quais classes ou frações de classe têm seus interesses priorizados.

juros reais elevadas e de valorização cambial (que favoreceram os investimentos financeiros, sobretudo vindos do exterior e alocados em papéis da dívida pública); política fiscal contracionista e privatizações (que liberaram recursos para o pagamento de juros da dívida); autonomia de fato do Banco Central, com presença ostensiva de figuras ligadas à oligarquia financeira internacional na sua direção; a Lei de Responsabilidade Fiscal (que abriga mecanismos de geração de superavit primário, também priorizando os credores da dívida pública); a reforma da Previdência (que visava diminuir gastos sociais e abriu mais espaço para os fundos de aposentadoria complementar); e a 'nova' Lei das S/As (nº 10.303/2001, para atrair novos investidores em ações e que facilitou a implementação da governança corporativa nas empresas). Leda Paulani[636] confirma boa parte desses pontos e acrescenta os seguintes: a alteração nas contas CC-5, de modo a facilitar a exportação de divisas; e a Desvinculação das Receitas da União, um mecanismo que permite desviar parte da receita do Estado destinada a gastos sociais para o pagamento de juros da dívida.

Essas e outras medidas no mesmo sentido foram apresentadas no Capítulo 7. O resultado desse processo foi que o setor financeiro efetivamente obteve maiores ganhos econômicos no Brasil nesse período do que os demais, como mostra a análise de Eduardo Pinto sobre alguns indicadores relativos a mais de 300 grupos econômicos[637]. Entre 1995 e 2002, o patrimônio líquido real dos grupos classificados como do "setor financeiro", por exemplo, apresentou uma tendência linear de crescimento, passando de R$50,4 bilhões para R$64 bilhões – um aumento de 27%, contra uma queda de 12,4% do setor não-financeiro. A receita operacional líquida também apresentou uma tendência linear de crescimento, passando de R$90 bilhões para R$193,1 bilhões – um aumento de 114,6%, contra 81,8% do setor não-financeiro[638].

Quanto ao Plano Real – centro da política econômica do governo FHC e elemento fundamental de consolidação do modelo neoliberal no Brasil –, Pinto resume seus objetivos/elementos principais: a estabilização dos preços; a ampliação da abertura comercial (com redução de tarifas e barreiras e câmbio valorizado); a ampliação do processo de privatização; o estímulo ao investimento estrangeiro; e a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos. Ou seja, o Plano Real não representou apenas um processo de estabilização de preços, mas um "modelo de 'desenvolvimento' liberal"[639].

Porém, os resultados esperados não se efetivaram, como mostram Teixeira e Pinto:

> Tais reformas não proporcionaram o esperado desenvolvimento, na verdade, produziram uma situação de instabilidade macroeconômica permanente e a um padrão de crescimento *stop and go*, dada a elevada vulnerabilidade externa da economia no período, abalada

636 Cf. PAULANI, Brasil delivery.
637 A receita operacional líquida média desses grupos correspondeu a 38,1% da economia brasileira nos anos de 1995 a 2002.
638 Cf. PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", 102 e 120.
639 Cf. PINTO, 241.

> frequentemente pelas turbulências do mercado financeiro internacional, às quais se respondia com juros elevados (para atrair o capital estrangeiro ou desestimular sua fuga) e contenção de gastos e investimentos públicos. Isso conduziu à explosão da dívida pública externa e principalmente a interna. O resultado foi a expressiva queda da formação bruta de capital da economia como porcentagem do PIB, entre 1995 e 2002, elevado desemprego e baixas taxas de crescimento, além da deterioração fiscal[640].

Assim, a 'Era FHC' consolidou a hegemonia da fração financeira dentro do bloco no poder, cujas consequências mais importantes, com as quais o governo Lula teve que lidar ao assumir são: vulnerabilidade externa, que tornou o país refém do capital estrangeiro (sobretudo o de aplicação financeira); juros altos e deterioração fiscal, que ampliaram sobremaneira os encargos com a dívida pública (devido ao efeito bola de neve), e, por conseguinte, o poder dos credores domésticos e estrangeiros sobre o governo; e situação socioeconômica caracterizada por desemprego e baixo crescimento, associados à desindustrialização relativa e à queda do investimento.

Do ponto de vista de mais longo prazo, o fim da era desenvolvimentista e do modelo de substituição de importações – e a ascensão do modelo liberal periférico sob hegemonia das finanças que se seguiu – limitaram as taxas de investimento produtivo e, por conseguinte, de crescimento. Conforme Paulani[641], a relação entre a formação bruta de capital fixo (que indica investimentos produtivos) e o PIB era de 25% nos anos 1970, caindo para 14% na primeira metade dos anos 2000. Entre 1975 e 2004, a despesa com serviços de fatores de produção[642] cresceram 1085%, o PIB, 129% e o PIB *per capita*, apenas 42%. Assim, após décadas de construção de um parque industrial, ocorreu uma mudança na inserção internacional do Brasil no sentido de uma "servidão financeira": dependência extrema dos fluxos de capital estrangeiro, aliado ao abandono de uma perspectiva desenvolvimentista. O país se tornou uma "plataforma de valorização" para o capital de aplicação financeira internacional, bem como viu sua atividade produtiva se reprimarizando e sua manufatura perdendo espaço relativo no cenário internacional[643]. Com essa mudança na divisão internacional do trabalho, o próprio sentido da industrialização da periferia no atual regime de acumulação financeirizado (pós-anos 1970) se modificou. Ela responde, por um lado, às necessidades do capital sobreacumulado no centro do capitalismo de encontrar espaços de valorização produtiva e, por outro, aos anseios de uma esfera financeira em constante expansão.

Assim, a trajetória do Brasil pode, ainda segundo Paulani, ser resumida do seguinte modo: tendo uma matriz industrial praticamente completa nos anos 1970, o país foi profundamente atingido pela crise do petróleo, pela guinada monetarista de Ronald Reagan e Margareth Thatcher e

640 TEIXEIRA e PINTO, "As políticas econômicas dos governos FHC, Lula e Dilma", 916.

641 Cf. PAULANI, Brasil delivery, 73 e 77.

642 Lucros e dividendos de investimentos diretos e juros de empréstimos intercompanhia; lucros, dividendos e juros de investimentos em carteira; e juros de empréstimos convencionais.

643 Segundo a classificação dos países "emergentes" feita pela Unctad em 2003, o Brasil seria uma economia "em vias de desindustrialização" (PAULANI, Brasil delivery, 129.).

pela crise da dívida das economias latino-americanas (elementos fundamentais da financeirização em âmbito mundial, conforme ressaltado na Parte I). Segue-se a alta inflação, que só foi contida com a estabilização monetária alcançada a partir do Plano Real (1994). Porém, as medidas adotadas foram em grande parte responsáveis por estagnação econômica, desemprego recorde, aumento da vulnerabilidade externa, redução do país a economia majoritariamente primário-exportadora e manutenção do mesmo padrão distributivo de renda (com crescimento da pobreza absoluta e da violência que o acompanham). Ao mesmo tempo, consolidou-se a inserção do Brasil no circuito internacional de valorização financeira.

Lula I (2003-2006): o estado de emergência econômico

Assim como a penetração do neoliberalismo nos anos 1990, a chegada de Lula ao poder na primeira década do século XXI inseriu-se num movimento mais geral ocorrido em outros países latino-americanos de ascensão de governos do campo da esquerda[644]. Cabe lembrar que um dos motivos pelos quais o foco desta tese recai sobre o período relativo a seus dois mandatos é justamente que, dadas as posições históricas do Partido dos Trabalhadores, esperava-se uma mudança de rumo – mesmo se durante a campanha eleitoral já houvesse compromisso explícito de não haver ruptura. A divergência de interpretações sobre o período, algumas das quais mencionadas adiante, é indicativa das contradições resultantes de continuidades importantes do primeiro mandato (Lula I) em relação ao governo anterior.

Conforme mostrado no Capítulo 7, Lula I adotou novas medidas de liberalização financeira, além de realizar a reforma da Previdência do setor público e aprovar a nova Lei de Falências – que beneficiaram o setor financeiro. Ademais, como observa Maria Jardim,

> A aproximação com o mercado financeiro foi ganhando novos ingredientes, tais como o Projeto Parceria Público-Privado (PPP) [de 2004], o Programa Nacional do Microcrédito [de 2005], a criação do Banco Popular (BP) [de 2003], a participação dos trabalhadores no mercado acionário, estímulo aos clubes de investimentos, à criação da Bolsa de Valores Sociais (BVS) e à política de fundos de pensão, dentre outras ações que buscam (buscaram) a 'bancarização' das classes populares[645].

A predominância do setor financeiro e a subordinação internacional do país por vias financeiras continuaram avançando, fato comprovado, por exemplo, pela expansão da dívida pública e pela concentração das bolsas de valores e do próprio capital acionário – em conformidade com os dados aqui apresentados anteriormente. Com a nomeação de Henrique Meirelles (um representante direto do setor bancário privado internacional) na presidência do Banco Central – mantido durante todo o período Lula – houve também continuidade das linhas gerais da política

644 Também foram comuns as restrições e benefícios do cenário externo, tais como fluxos de IED e preço das commodities (conforme Capítulo 3).
645 JARDIM, "Entre a Solidariedade e o risco", 144.

econômica, principalmente mantendo-se o tripé macroeconômico (taxa de juros elevada, produção de superavit primário e câmbio flutuante). Como mostrado na próxima seção, com a transferência de Guido Mantega do BNDES para o Ministério da Fazenda em 2006, algumas mudanças ocorreram, mas não foram fortes o suficiente para uma transformação significativa no que concerne à financeirização.

Devido à instabilidade gerada durante as eleições de 2002 pelas incertezas de uma administração petista, o novo governo adotou uma política particularmente 'ortodoxa' em 2003, inclusive com aumento da já elevada taxa Selic no primeiro semestre[646]. A equipe de Lula mostrou, assim, ter sido constrangida pelo discurso do "estado de emergência econômico", como definiu Paulani[647], ou seja, de que seria preciso estabilizar a economia a qualquer custo, fazendo as vontades do 'mercado'. Só então seria possível implementar mudanças na política econômica. No entanto, apesar da melhora dos indicadores ainda em 2003, estas não vieram. Intenções de realizar uma transição sofriam a ameaça velada do bloco no poder hegemonizado pelas finanças (sempre sob a roupagem fantasmagórica do 'mercado') e ações práticas mais pronunciadas nesse sentido teriam enfrentado resistências. Esse "estado" acabou então se normalizando e se perpetuando no tempo, uma vez que ele é a manifestação do poder financeiro no nível macro (de impor suas prioridades e conduzir a política econômica), assim como a governança corporativa o é no nível micro (da gestão e organização das empresas).

O estado de emergência econômico adquire, portanto, o estatuto de ideologia (no sentido marxiano), já que possui um momento de verdade, ao mesmo tempo que legitima as relações de poder dominantes, ocultando-lhes o caráter social, político e histórico. Ou seja, por um lado, o não cumprimento da Carta aos Brasileiros (a não manutenção dos aspectos básicos do receituário neoliberal) de fato provocaria forte instabilidade econômica imediata – sobretudo através da fuga de capitais – com desdobramentos políticos imponderáveis, e risco de ruptura institucional[648] (sobretudo após 2005, quando o "Escândalo do Mensalão" veio à tona e fragilizou o governo). Por outro lado, através desse discurso forjou-se a aceitação ampla de que não há alternativas à solução 'técnica' da ortodoxia econômica na condução do país, naturalizando, legitimando e perpetuando a visão de mundo da fração financeira e seu poder material. Esse efeito ideológico tanto orientou integrantes do governo como contribuiu para reduzir contestações de outras classes ou frações de classes.

Nesse sentido, o padrão do governo anterior no âmbito da política fiscal foi mantido e

646 Em consequência, a taxa de juros real de 2003 foi cerca de duas vezes a de 2002.

647 Cf. PAULANI, Brasil delivery.

648 Viu-se como Dilma Rousseff, tendo feito um enfrentamento relativamente modesto dos interesses financeiros, gerou um descontentamento na classe capitalista que contribuiu decisivamente para sua remoção do poder (embora os motivos de sua derrubada não se resumam de nenhuma maneira a isso).

aprofundado, ampliando-se a geração de superavit primário para redução da relação dívida/PIB. O gasto de 2003 a 2006 com juros da dívida em proporção do PIB foi maior do que no segundo mandato de FHC (FHC II)[649], o que representa enormes transferências de riqueza do conjunto da sociedade para os poucos rentistas – afetando principalmente a atividade econômica, já que estes possuem baixa propensão a consumir. A prioridade do pagamento da dívida pública é reveladora da força que os credores possuem e teve como consequência uma forte redução da capacidade de investimento do Estado: a taxa anual média de investimentos federais entre 2003 e 2005 foi de -4,7% (contra -2% de 1999 a 2002)[650]. Do mesmo modo, um mecanismo importante de redução de desigualdades como o sistema tributário não sofreu alteração significativa e não transformou seu caráter regressivo histórico. A dívida pública crescente, por sua vez, exigiu arrecadação à altura, tendo implicado aumento da carga de impostos ao longo dos anos a fim de contribuir para o superavit primário.

Apesar da alegada preocupação com a dívida pública e dos custos implicados[651], o aspecto central da política econômica foi a manutenção de juros elevados: assim como os gastos com a dívida, a taxa Selic real em Lula I foi superior à de FHC II. Essa contradição deriva dos interesses dos credores: estes desejam uma taxa de juros alta 'para si', mas austeridade fiscal 'para outros' a fim de garantir a solvabilidade da dívida. Daí as pressões por corte de gastos sociais e redução do Estado. Conforme argumenta Eduardo Pinto[652], a taxa de juros é a "variável-síntese" da hegemonia financeira, na medida em que condensa: o fator ideológico de promover a aceitação das soluções técnicas das doutrinas econômicas ortodoxas, por um lado, e do combate à inflação a qualquer custo, por outro; o poder político da fração "bancária-financeira" de efetivar seus interesses em termos de política monetária (fundamentalmente determinar a taxa de juros), através das instituições estatais (sobretudo o Banco Central); e, evidentemente, o poder econômico dessa mesma fração através dos ganhos obtidos.

Não espanta, assim, que o PIB em 2003 tenha crescido menos do que no ano anterior (1,1%, contra 2,7%, respectivamente). Se a partir de 2004 o resultado tenha sido melhor, uma causa principal foi o cenário externo, com a contribuição do 'fator China': crescimento mundial com muita liquidez nos mercados financeiros, aumento do preço das *commodities* (fortalecendo as exportações brasileiras), redução dos preços de produtos industrializados (barateando as

649 Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 159.
650 Cf. CARVALHO, Valsa brasileira, 12 (Tabela 1).
651 Além do evidente aumento dos encargos do Estado com a dívida, que reduz sua capacidade de investimento, pode-se citar: o desestímulo do investimento privado; a concentração de renda, visto que se ampliam os ganhos de segmentos da sociedade que já possuem maior renda; e a valorização cambial decorrente da entrada de capital estrangeiro atraído pelo aumento do diferencial entre juros internos e externos, cujo resultado é dificultar as exportações, sobretudo de produtos com maior conteúdo tecnológico, estimulando a especialização regressiva.
652 PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", 276.

importações). Medidas como a expansão do crédito, os programas sociais e o aumento do salário mínimo também contribuíram, fazendo com que uma série de indicadores macroeconômicos já apresentasse melhora em relação ao período FHC, tais como nível de atividade, crescimento do PIB e índice de inflação.

Quanto ao desemprego e aos rendimentos médios recebidos, os índices melhoraram com mais vigor apenas em Lula II: embora o desemprego no país tenha iniciado uma trajetória de queda a partir de 2004, comparando-se o período 1999-2002 com 2003-2006, houve apenas estabilidade da taxa média de desemprego das Regiões Metropolitanas e até elevação na da Região Metropolitana de São Paulo. Houve também ligeira queda da massa de rendimentos médios recebidos pelos trabalhadores ocupados nessas regiões[653]. Além disso, a redução da inflação foi acompanhada de apreciação cambial, com efeitos ruins para a exportação de bens com maior intensidade tecnológica. Nesse sentido, se em Lula I havia sinais de mudanças no padrão de distribuição de renda, elas ainda não foram tão significativas em comparação ao período FHC[654].

O resultado desse quadro no que concerne à financeirização foi o forte aumento do "capital fictício" (ações, títulos de dívida pública e privada, etc.) em relação ao "capital portador de juros" (capital de empréstimo dos bancos às empresas)[655], conforme a Tabela 6. Se o montante de capital de aplicação financeira (capital fictício somado ao capital portador de juros) já havia superado o PIB brasileiro em 1999 (US$568 bilhões, contra US$536 bilhões, respectivamente), a partir de 2002 ele sofre um aumento exponencial, puxado fundamentalmente pela parcela correspondente ao capital fictício: este ultrapassa o PIB a partir de 2004 (US$646 bilhões, contra US$604 bilhões, respectivamente) e continua ampliando seu predomínio, atingindo a proporção de 78% do capital de aplicação financeira em 2006 (quando era de 75% em 2002)[656].

Do ponto de vista das relações internacionais, a posição subordinada do Brasil lhe impõe perdas sistemáticas de renda para o exterior, já que em todos os anos desde que há dados do IBGE disponíveis (ano de 1947) seu Produto Nacional Bruto é inferior ao seu Produto Interno Bruto. Não obstante, em 2004 bate-se o recorde de volume de remessas ao exterior até então (medido em dólares, para captar a questão cambial), que continuou aumentando nos anos seguintes. Houve, assim, um aprofundamento da subordinação do país operada por canais financeiros. Além disso, a partir de 2006 uma mudança histórica ocorre: o envio ao exterior de lucros e dividendos (nos quais se incluem, portanto, ganhos nos mercados financeiros), que já vinha aumentando desde 2000 e se

653 Cf. PINTO, 262–63.

654 Cf. FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula, 214.

655 Os dois conceitos entre aspas são de Marx. Entre parênteses está a definição de Garagorry para quantificá-los (Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", 91.). Cabe observar que o indicador de capital fictício é subestimado, pois as debêntures (títulos de dívida privada de empresas) ficaram de fora por indisponibilidade de dados para todo o período.

656 Cf. GARAGORRY, 237–39.

intensificado a partir de 2003, superou o de juros (a forma largamente predominante durante décadas)[657].

Tabela 6 – Capital portador de juros, capital fictício, capital de aplicação financeira e PIB no Brasil em anos selecionados (em US$ bilhões)

	Capital portador de juros	Capital fictício	Capital de aplicação financeira	PIB
1993 (1)	*129*	*125*	254	430
1999	161	407	*568*	*536*
2004	188	*646*	834	*604*

Fonte: Garagorry (2007), p.239, tabela 7 (seleção de dados)
(1) Ano em que o capital portador de juros e o capital fictício tinham o mesmo peso no capital de aplicação financeira, e que este equivalia a 60% do PIB.

Retomando o trabalho de Eduardo Pinto, é possível compreender melhor alguns aspectos da economia política de Lula I. Entre 2002 e 2007[658], o patrimônio líquido real dos grupos econômicos do setor financeiro (SF), por exemplo, apresentou uma tendência linear de crescimento acentuada, passando de R$64 bilhões para R$109,8 bilhões, um aumento de 71,6% – contra 50% do setor não-financeiro (SNF). Além disso, a taxa de lucro do primeiro em 2007 estava em 25,1%, ao passo que a do segundo, apesar da melhora, estava em 15,8%[659]. Em Lula I, portanto, o SF manteve sua posição relativa na economia em relação ao período FHC.

Por outro lado, o SNF já colhia benefícios significativos de mudanças no cenário econômico e das políticas implementadas. No entanto, essa evolução foi bastante heterogênea. Parte específica do setor industrial foi beneficiada, com bons resultados em termos de patrimônio líquido, de receita operacional líquida e de lucro líquido, enquanto outra sofreu perdas importantes: "Ocorreu um avanço de segmentos industriais intensivos em recursos naturais e produtores de commodities, intensivo em capital, que tiveram como contrapartida a redução absoluta e relativa de outros segmentos industriais"[660]. Consequentemente, a especialização regressiva da indústria, em curso desde o período anterior, acelerou-se.

Assim, para o período mais longo de 1995 a 2007, o quadro foi claramente favorável ao SF, com taxas de crescimento de: 117,9% para o patrimônio líquido real (contra 31,4% no SNF); 133,8% para a receita operacional líquida (contra 164,4% no SNF); 2.906,8% para o lucro líquido real (contra 661,4% no SNF); e 2.038,7% para a taxa de lucro (contra 479,6% no SNF). O autor

657 Cf. GARAGORRY, 243–46 (gráficos).
658 Embora o primeiro mandato de Lula se encerre em 2006, o estudo analisa os dados até 2007.
659 PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", p.102 e 153 (gráficos 2.5 e 2.42).
660 PINTO, 165.

conclui[661], assim, que a "grande burguesia bancária-financeira nacional e internacional" manteve seu poder econômico e político e, portanto, sua hegemonia no interior do bloco no poder. Já a "grande burguesia interna industrial (produtora de commodities) voltada predominantemente à produção para exportação" ganhou poder político e econômico e melhorou sensivelmente sua posição, sem contudo haver ruptura da hegemonia financeira. Por fim, ao contrário do que se supõe, a "grande burguesia nacional e internacional do agronegócio" manteve-se estável, não se verificando mudanças expressivas no seu poder econômico e político.

Gonçalves e Filgueiras chamam a atenção para o reflexo disso na própria composição do financiamento da campanha de Lula nas eleições de 2006, cujos principais doadores exerciam papel proeminente na política e na economia: "os bancos são os principais beneficiários da política macroeconômica (...); as empresas do setor primário-exportador comandam o padrão de inserção do país no sistema mundial de comércio (...); e as empreiteiras eram os atores principais do Programa de Aceleração do Crescimento"[662].

Em resumo, entre o *impeachment* de Collor e o segundo mandato de FHC, os interesses financeiros gradativamente ganharam prioridade na ação do Estado. De 1999 em diante, esse processo está consolidado; e o governo Lula I deu-lhe continuidade. Ou seja, a hegemonia política das finanças no interior do bloco no poder andou *pari passu* com a preponderância econômica do setor. Os dados apresentados nos capítulos anteriores deste trabalho apontam no mesmo sentido e ampliam o escopo da análise – agregando informações sobre fundos de investimento e de pensão e sobre o arcabouço regulatório e legislativo.

Diante desse quadro, principalmente no que se refere à política econômica, algumas análises produzidas ainda durante Lula I ou nos primeiros anos de Lula II, não hesitaram em interpretar o período como uma continuidade do neoliberalismo[663]. Gonçalves, por exemplo, chega a defini-lo como um "nacional-desenvolvimentismo às avessas", na medida em que "a conduta do governo, o desempenho da economia e as estruturas de produção, comércio exterior e propriedade caminham no sentido contrário ao que seria o projeto nacional-desenvolvimentista"[664]. Segundo o autor, ocorrem desindustrialização, dessubstituição de importação, reprimarização das exportações, aprofundamento da dependência tecnológica, desnacionalização do capital, perda de competitividade internacional, aumento da vulnerabilidade externa, concentração do capital e continuidade da dominância financeira.

661 Cf. PINTO, 168.
662 FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula, 188.
663 Cf. PAULANI, Brasil delivery; Cf. PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula"; Cf. GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)"; Cf. FILGUEIRAS e GONÇALVES, A economia política do governo Lula.
664 GONÇALVES, "Nacional-desenvolvimentismo às avessas", 2.

Já outros autores apresentam uma análise mais matizada. Para Ruy Braga e Alvaro Bianchi[665], por exemplo, o PT já vinha passando por mudanças que o deslocavam da "lógica da diferença" (em relação aos demais partidos) para a "lógica estatal" (pragmatismo e burocratização para se obter o controle da máquina do Estado). O governo Lula é, assim, caracterizado de forma crítica, porém não propriamente como neoliberal: ele teria proposto uma espécie de "novo contrato social" através de um tipo de Estado "social liberal"[666] – que seria uma espécie de mediador de conflitos de última instância entre o mercado e as demandas sociais. Porém, a expansão do mercado doméstico teria se reduzido à expansão dos mercados financeiros, através da instrumentalização dos salários e dos fundos de pensão. Insistiu-se também na continuidade das reformas na seguridade social – cujo intuito seria de favorecer os fundos de pensão a fim de que esses estimulassem o mercado de capitais e a economia nacional.

A despeito das divergências de interpretação, percebe-se que a financeirização é tida pelos autores como um ponto central de constrangimento da ação dos governos, o que é confirmado pela análise aqui realizada. Os desdobramentos do período seguinte, abordados a seguir, bem como a consideração do contexto mundial, tratado na Parte I, também são fundamentais para se colocarem esses juízos políticos em perspectiva e aprofundar a análise sobre as contradições dos governos Lula.

Lula II (2007-2010): "neodesenvolvimentismo" e financeirização

O cenário econômico mundial favorável respaldou mudanças na visão predominante dentro do governo – simbolizadas pela troca de Antonio Palocci (que renunciou devido ao envolvimento em um escândalo de corrupção) por Guido Mantega (tido como "desenvolvimentista") no Ministério da Fazenda em 2006. Houve, assim, certa flexibilização da gestão da política econômica no segundo mandato de Lula (Lula II), sinalizando um possível afastamento do "estado de emergência econômico". Como resumem Teixeira e Pinto, isso se deu por meio:

> (i) da adoção de medidas voltadas à ampliação do crédito ao consumidor e ao mutuário, (ii) do aumento real no salário mínimo, (iii) da adoção de programas de transferência de renda direta, (iv) da criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e da ampliação da atuação do BNDES para estimular o investimento público e privado e (v) das medidas anticíclicas de combate à crise internacional a partir de 2009[667].

Essas medidas estimularam o consumo interno, elevaram a taxa de investimento e se conjugaram com a continuidade dos benefícios do cenário externo[668], impulsionando o crescimento

665 Cf. BIANCHI e BRAGA, "Brazil: the Lula government and financial globalization".
666 BIANCHI e BRAGA, 1754.
667 TEIXEIRA e PINTO, "As políticas econômicas dos governos FHC, Lula e Dilma", 923.
668 Pelo menos até 2008, em alguns quesitos. Quanto ao preço das *commodities*, por exemplo, o aumento foi, em média, de 10,5% ao ano entre 2006 e 2010, sendo que já havia sido de 19,1% entre 2003 e 2005. (Cf. CARVALHO, Valsa brasileira, 12 (tabela1).)

econômico – que foi superior ao de Lula I. Essa mudança levou Laura Carvalho a adotar o termo "Milagrinho"[669] para se referir ao período 2006-2010, em alusão ao "Milagre Econômico" de 1968 a 1973. Embora os pilares de sustentação desse modelo fossem implementados desde 2003, sobretudo através da expansão das políticas de transferência de renda, é a partir de 2006 que seus efeitos positivos tornaram-se mais perceptíveis. Com a apreciação do câmbio resultante dessas medidas, a inflação continuou sua trajetória de baixa, e a taxa de juros, inclusive em termos reais, pôde então ser reduzida pouco a pouco, embora permanecesse entre as mais elevadas do mundo. No mesmo sentido, apesar de a dívida líquida ter continuado a se elevar em termos reais, ela se reduziu em proporção do PIB devido ao crescimento mais acelerado deste.

Com a dinâmica interna operando de forma mais pronunciada, as taxas médias de desemprego nas Regiões Metropolitanas do Brasil diminuíram, bem como aumentou a massa de rendimentos recebidos pelos ocupados[670], contribuindo para uma melhor distribuição pessoal da renda salarial[671] e para a diminuição da extrema pobreza. Além disso, certos setores industriais e comerciais internos se fortaleceram relativamente, assim como os exportadores de *commodities*, melhorando suas posições no bloco no poder. A articulação política abarcando o sindicalismo e movimentos sociais organizados e com benefícios para os mais pobres também deixava entrever uma mudança de rota mais acentuada, possivelmente subvertendo a hegemonia financeira e afastando-se do binômio neoliberalismo-financeirização[672].

Esse quadro refletiu-se nas análises (contraditórias) sobre o período, adicionando novos elementos e nuances ao debate. André Singer, por exemplo, ao interpretar um importante realinhamento eleitoral entre o primeiro e segundo mandatos de Lula, afirma que este foi capaz de angariar o apoio do "subproletariado" brasileiro por ter se tornado a expressão de um movimento de representação política desse segmento: desde 2004, passou a promover o mercado interno, garantindo estabilidade econômica "dentro da ordem". Assim, "o tripé formado pela Bolsa Família, pelo salário mínimo e pela expansão do crédito, somado (...) [a] programas específicos, resultaram em uma diminuição significativa da pobreza"[673], cujos efeitos se aprofundariam em Lula II, consolidando o que ele chamou de "lulismo".

669 CARVALHO, Valsa brasileira.

670 Cf. PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", 259.

671 A questão da distribuição de renda no período Lula é controversa e será abordada mais à frente. Pode-se adiantar que, embora o índice de Gini mostre uma melhora nesse sentido ao longo dos anos, estudos mais detalhados (baseados na Declaração de Imposto de Renda de Pessoa Física) revelam que houve estabilidade no topo da pirâmide de renda. A desconcentração ocorreu nos rendimento do trabalho: "a concentração de renda entre os mais ricos é, de acordo com os dados tributários, substancialmente maior do que a estimada pelos levantamentos domiciliares, sem que tenha havido tendência de queda nos últimos anos" (MEDEIROS, SOUZA, e CASTRO, "O topo da distribuição de renda no Brasil", 27.).

672 Para uma defesa sintética da política econômica do período Lula, ver BARBOSA, "Dez anos de política econômica".

673 SINGER, "Raízes sociais e ideológicas do lulismo", 93.

De fato, ao se compararem os períodos FHC e Lula (até 2008, antes da crise financeira mundial) em termos de taxa média de crescimento anual do PIB *per capita*, o último leva considerável vantagem: 0,58% contra 3,67% respectivamente. O mesmo ocorre com a inflação anual média: de 9,11% contra 6,87%[674]. Quanto ao desenvolvimento industrial, membros do próprio setor reconhecem que, pelo menos desde meados dos anos 1990, somente de 2004 a 2010:

> a indústria brasileira conheceu uma trajetória mais sustentada. As diferenças com relação aos padrões que vigoraram até então são notórias, a começar pelo fato de que o crescimento não se apoiou na demanda de exportações, mas sim na demanda interna movida pelo maior poder de compra da população a partir simultaneamente do aumento da massa de rendimentos e do crédito para as famílias. Nesse processo, os destaques são os ciclos de bens duráveis e de investimentos[675].

Em 2013, Luiz Carlos Bresser-Pereira avaliava que "desde o início de seu governo, Lula procurou liderar um novo pacto nacional"[676], embora esse objetivo tenha começado a "ganhar contornos" apenas a partir do terceiro ano de governo. Apesar de ter falhado em um ponto fundamental na visão do autor, ao fazer "populismo cambial" em vez de realizar a desvalorização da moeda, medida essencial ao fomento da industrialização, o governo Lula teria mantido a questão fiscal sob controle, reduzido em boa medida a taxa de juros e implementado políticas industriais. Desse modo, a conclusão é de que "desde meados dos segundo governo Lula, estamos assistindo a uma tentativa de se estruturar o capitalismo brasileiro também como um novo desenvolvimentismo socialdemocrático e, agora, também ambiental"[677].

Em acordo com Bresser-Pereira, mas adotando o arcabouço teórico de Poulantzas, Armando Boito Jr.[678] enfatiza que as mudanças apontadas associam-se a processos políticos importantes: uma alteração no bloco do poder através da qual a "burguesia interna"[679] teria consolidado uma melhora[680] na sua posição a partir de 2006. Uma "frente neodesenvolvimentista" teria sido costurada desde o início do período Lula, em contraposição à "frente neoliberal" então no comando do país, com a participação do movimento sindical e popular (situados fora do bloco no poder, evidentemente). O neodesenvolvimentismo seria justamente o "projeto econômico que expressa essa relação de representação política entre os governos Lula e a burguesia interna"[681]. Porém, o autor deixa claro tratar-se, na realidade, do desenvolvimentismo possível dentro do modelo neoliberal, não da superação deste. Ou seja, teria sido implementado um "programa de política

674 Cf. MARQUETTI et al., "Measuring the Profit Rate in an Inflationary Context", 12 (tabela 1).
675 "Carta IEDI, No 530".
676 BRESSER-PEREIRA, "Empresários, o governo do PT e o desenvolvimentismo", 22.
677 BRESSER-PEREIRA, 21.
678 Cf. BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil.
679 Essa fração da burguesia se situaria entre a "antiga burguesia nacional" que, aos olhos dos partidos comunistas do século XX, "poderia formar uma frente anti-imperialista com a classe operária" (BOITO JR., 55.) e a "velha burguesia compradora" – extensão do imperialismo no país.
680 O autor muda sua avaliação ao longo do tempo. Em textos mais antigos, fala de "melhora de posição". Posteriormente, a conclusão é de que essa fração se tornou de fato "hegemônica" no bloco no poder.
681 BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil, 57.

econômica e social que busca o crescimento econômico do capitalismo brasileiro com alguma transferência de renda, embora o faça sem romper com os limites dados pelo modelo econômico neoliberal ainda vigente no país"[682]. O prefixo "neo" expressaria particularmente três diferenças com relação ao desenvolvimentismo propriamente dito: índices menores de crescimento (devido às limitações impostas pela dinâmica da acumulação financeira), aceitação da especialização regressiva e foco maior na exportação. Desse modo, se o governo FHC priorizou claramente os interesses da "grande burguesia compradora" e do "capital financeiro internacional", com Lula não teria sido assim. Contudo, Boito apresenta uma diferença entre os dois mandatos: o primeiro teria sido mais defensivo (não contrariando diretamente o "capital financeiro internacional") e o segundo, mais ofensivo na implementação de uma política "neodesenvolvimentista".

No sentido contrário desses apontamentos, porém, as linhas gerais da política econômica permaneceram priorizando o controle da inflação e o pagamento do serviço da dívida pública. O patamar de geração de superavit primário, por exemplo, continuou o mesmo nos primeiros anos (acima de 3% do PIB), com diminuição apenas em 2009 e 2010 por conta da crise financeira mundial. Ainda assim, como será analisado em maior detalhe na próxima seção, o montante pago de juros entre 2003 e 2010 superou o do superavit, cujo resultado evidente foi o do aumento da dívida pública líquida em termos reais. A poupança externa, inclusive o IED (que aumentou no período), por sua vez, serviu ao financiamento do consumo, e não do investimento produtivo. O real forte também continuou inibindo a indústria doméstica[683] e favorecendo o capital de aplicação financeira estrangeiro, bem como intensificou a reprimarização das exportações e o vazamento de renda para o exterior via importações.

Como resultado, a participação da indústria no PIB manteve a trajetória de queda iniciada nos anos 1980, tal qual mostra Alvaro Comin: "o peso da indústria no PIB nacional, que chegou a responder por algo em torno de um quarto a um terço do total, em meados da década de 1980, recuou para 15%, em 2011"[684]. Como resume o autor, tentou-se compensar a macroeconomia neoliberal com políticas industriais[685] e de inovação, crédito subsidiado, incentivos ficais, entre outros expedientes, sem conseguir evitar a desindustrialização[686]. De fato, se a taxa média de lucro

682 BOITO JR., 105.

683 Bresser-Pereira notabilizou-se por alertar, há décadas, para o problema da apreciação da taxa de câmbio e da "doença holandesa" que assolaria o país desde a liberalização dos anos 1990. Segundo os cálculos apresentados, Lula termina o segundo mandato com uma taxa de câmbio de R$1,65 por dólar, contra R$6,00 (a preços de 2010) quando assumiu (Cf. BRESSER-PEREIRA, "Empresários, o governo do PT e o desenvolvimentismo", 24.).

684 COMIN, "Elites econômicas e neoliberalismo", 11.

685 Não foram poucos os esforços. Após duas décadas sem políticas industriais relevantes o governo Lula criou, além do PAC em 2007, a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) em 2004; a Politica de Desenvolvimento Produtivo (PDP), em 2008 (embora bloqueada pela crise internacional); a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e o Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI) em 2004. Este último se reuniu 14 vezes entre 2004 e 2006.

686 Cf. COMIN, "Elites econômicas e neoliberalismo", 13.

no Brasil se elevou entre 2003 e 2007, estimulada pelo cenário favorável, diminuiu rapidamente na crise internacional (recuperando-se parcialmente em seguida, mas adotando novamente trajetória contínua de queda a partir de 2010)[687].

Quanto às perdas internacionais (um importante indicador da força do imperialismo): por um lado, conforme a Tabela 7, a renda líquida enviada ao exterior (diferença entre o PIB e o PNB) em proporção do PIB diminuiu quase ininterruptamente ao longo dos governos Lula, passando de 3,5% em 2002 para 2,5% em 2006, e chegando a 1,8% em 2010 (em que pese o PIB ter aumentado em temos reais, ampliando o denominador). Por outro lado, o montante continuou acima dos R$100 bilhões ao ano (em reais de 2016) mesmo durante Lula II. Em dólares, viu-se que o recorde foi batido em 2004 e que os valores continuaram se elevando: chegaram a um pico de US$39 bilhões em 2008 e terminaram 2010 no mesmo patamar[688]. Para se ter uma dimensão da questão, segundo cálculos de Schincariol, "os 888 bilhões de dólares em perdas líquidas nos saldos de ganhos e perdas nos investimentos em carteira no Brasil na década de 2000, (…) se investidos no Brasil, levariam a um ganho aproximado de 32 milhões de postos de trabalho diretos ao longo da década"[689].

A vulnerabilidade externa também continuou se ampliando[690]. O saldo da conta corrente do balanço de pagamentos diminuiu sensivelmente em proporção do PIB em 2007 e passou a apresentar deficit nominal em 2009 (crescendo continuamente desde então[691]). A posição líquida de investimento internacional se deteriorou, de modo que o passivo externo, que já era de US$365

687 Cf. MARQUETTI, HOFF, e MIEBACH, "Lucratividade e Distribuição"; Cf. MARTINS e RUGITSKY, "The Commodities Boom and the Profit Squeeze".

688 Fonte: "Knoema - Estatísticas regionais e do mundo, dados nacionais, mapas, classificações".

689 SCHINCARIOL, Crescimento Econômico No Brasil. 2003-2010, 148.

690 Sobre a vulnerabilidade externa do período Lula como um todo: "Apenas no governo Lula, o estoque do capital internacional no Brasil foi multiplicado por quatro, saltando de US$ 336 bilhões para US$ 1,3 trilhão. A composição do passivo evidencia a crescente participação de recursos que entram no país para obter ganhos especulativos de curto prazo. Em 2011, o Passivo Externo Financeiro Líquido – os recursos de altíssima volatilidade, prontos para sair do país, já descontadas as reservas cambiais – chegaram a US$ 542 bilhões" (MACHADO e SAMPAIO JR., "Capital internacional e vulnerabilidade externa".). Para uma análise da situação do país em relação ao IED, IEC (Investimento Estrangeiro em Carteira) e derivativos, desde o Plano Real até 2011, ver MARQUES e NAKATANI, "Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil". Os autores apontam para o mesmo perigo do ingresso maciço de capital estrangeiro, que pressiona a conta de Rendas nas Transações Correntes.

691 Para uma análise do balanço de pagamentos brasileiro de 2000 a 2014, consultar Prates e Rezende. A conclusão dos autores é de que, apesar de sua fragilidade, ele apresentou deficit somente em 2000 e 2013. O saldo em transações correntes apresentava deficit de 2000 a 2002, se tornou superavitário entre 2003 e 2007, e voltou a apresentar deficit a partir de 2008. As rubricas do balanço de rendas e do balanço de serviços são sistematicamente deficitárias no período analisado, enquanto a balança comercial apresentava superavit (embora declinante a partir de 2005), exceto em 2000 e 2014. Sobre a conta financeira, o Brasil é um recebedor líquido de investimentos diretos. Segundo os autores, "num primeiro momento, isso aumenta os investimentos internos e oferece oportunidades de emprego. No entanto, em um segundo momento, quando tais empresas enviarem o lucro às matrizes, haverá uma pressão sobre o balanço de rendas, tornando-o ainda mais deficitário" (PRATES e REZENDE, "Considerações a respeito do Balanço de Pagamentos", 77.). Em relação ao investimento estrangeiro em carteira, há saídas líquidas somente em 2002, 2004 e 2008, ao passo que em 2007, 2009 e 2010 as entradas são muito volumosas (acima de US$45 bilhões em cada um dos anos).

bilhões em 2006, salta para US$738 bilhões em 2011. O Brasil passou, assim, da 6ª para a 4ª posição no ranking mundial dos mais vulneráveis financeiramente, apesar do crescimento das reservas internacionais[692].

Tabela 7 – Renda líquida enviada ao exterior

	PNB (US$ bilhões)	PIB (US$ bilhões)	PNB-PIB (US$ bilhões)	PNB-PIB (% do PIB)	PNB-PIB (R$ bilhões constantes (1))
1995	757,9	769,0	-11,1	1,4	-53,9
1996	827,5	839,7	-12,2	1,4	-59,3
1997	855,0	871,2	-16,2	1,9	-78,7
1998	825,5	843,8	-18,3	2,2	-94,3
1999	568,3	587,1	-18,8	3,2	-126,2
2000	626,9	644,7	-17,8	2,8	-109,8
2001	534,8	554,2	-19,4	3,5	-138,9
2002	488,3	506,0	-17,8	3,5	-125,4
2003	534,5	552,4	-17,9	3,2	-123,7
2004	643,7	663,7	-20,0	3,0	-117,0
2005	856,7	882,0	-25,3	2,9	-121,7
2006	1.062,3	1.089,3	-26,9	2,5	-111,5
2007	1.338,7	1.366,9	-28,2	2,1	-96,7
2008	1.614,4	1.653,5	-39,1	2,4	-116,1
2009	1.588,1	1.620,2	-32,0	2,0	-105,1
2010	2.104,4	2.143,0	-38,7	1,8	-100,3

Fonte: Knoema (elaboração própria).
(1) Valores em reais de 2016, corrigidos pelo IGP-DI (cálculo próprio).

Em consonância com os apontamentos dos últimos parágrafos, Gonçalves[693] mantém a mesma avaliação que possuía sobre Lula I, e defende que mesmo em Lula II (e Dilma I) houve a continuidade do que ele chamou de "Modelo Liberal Periférico" (MLP), implementado na década de 1990, bem como que o legado dos governos do PT seria o fraco desempenho da economia quando se consideram tanto os padrões históricos do país quanto os padrões da economia mundial no mesmo período. Apesar da pertinência de boa parte das colocações do autor, duas ponderações devem ser feitas quanto a seu diagnóstico.

Primeiro, embora não seja despropositada, uma comparação com o histórico brasileiro desde o início da República não se faz sem problemas, dado que o contexto mundial, um fator condicionante central das economias periféricas no sistema-mundo capitalista, variou muito ao longo do tempo. Desde a crise do modelo desenvolvimentista nos anos 1970, as taxas de

692 Cf. GONÇALVES, "Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores", 20.
693 Cf. GONÇALVES, "Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores".

crescimento, por exemplo, nunca mais foram as mesmas, devido a fatores que, portanto, extrapolam (pelo menos em parte) a esfera de atuação de um ou outro governo isoladamente. Além disso, é de se questionar os limites de comparações com "o mundo". Mesmo supondo que metodologicamente isso seja possível, os países são muito heterogêneos em termos de suas dinâmicas internas e de sua inserção internacional.

Um segundo ponto é que, ao tratar em bloco o período do PT no poder, o autor deixa de apontar certas inflexões entre os dois mandatos que podem ser depreendidas dos próprios dados fornecidos[694]. Quanto à própria liberalização, por exemplo, o "índice de liberalização econômica" do Brasil medido pelo Instituto Fraser de fato apresentou aumento quase contínuo de 1995 a 2010. Por outro lado, ele ficou abaixo das médias e medianas mundiais em todos os anos da série, bem como a medição da Fundação Heritage aponta para uma diminuição do índice entre 2006 e 2010, ou seja, justamente no período de Lula II.

Sobre o crescimento real do PIB, de 2003 a 2010 ele ficou aquém dos padrões históricos brasileiros: 4,1% ao ano em média, contra uma média de 4,5% e uma mediana de 4,7% no período republicano. Também ficou abaixo da média mundial, de 4,4%, embora igual à mediana. Esse desempenho se deveu, entre outros motivos, às baixas taxas de investimento – razoavelmente inferiores à média e mediana mundiais em todos os anos. Por outro lado, considerando-se apenas Lula II, a taxa média de crescimento real do PIB é de 4,6%, muito próxima à média e mediana históricas, e superior à média e mediana mundiais no período (de 3,6% e 3,5% respectivamente). Da mesma forma, se a taxa média de inflação no Brasil ficou acima da média e mediana mundiais no período, para Lula II ela foi inferior: 4,8%, contra 6,4% e 5,1% respectivamente.

No tocante às finanças públicas, houve deficit nominal em todos os anos do período Lula. O desempenho do Brasil só não foi pior do que o da média e mediana internacionais em dois anos, justamente de Lula II. As despesas com o serviço da dívida foram elevadas, sendo mais de três vezes superiores à média e mediana mundiais. Não obstante, representaram, em média, 7,3% do PIB ao ano em Lula I, contra 5,4% ao ano em Lula II[695]. Ao mesmo tempo, os efeitos da expansão do crédito – que saltou de 25% do PIB em 2002 para 45,2% em 2010[696] – começaram a ser sentidos. Em valores constantes (de 2012), a inadimplência de empresas aumentou mais de 3,5 vezes entre 2002 e 2010, porém com diferenças importantes entre os períodos: de 2002 a 2006, o valor das operações aumentou 17,9% e a taxa de inadimplência, 20,5%; ao passo que entre 2006 e 2010, a elevação foi de 75% e 203% respectivamente, devido ao aumento mais acelerado do crédito a partir

694 Salvo quando indicado em contrário, os dados apresentados nos próximos parágrafos foram tirados do texto de Gonçalves supracitado ou calculados a partir dele.
695 Mais detalhes sobre o assunto na próxima seção.
696 Ver seção sobre os bancos, no Capítulo 4.

de 2007 (já que desde 2006 os bancos reorientavam sua estratégia nesse sentido em resposta à redução da Selic).

Já as pessoas físicas com saldo devedor acima de R$5 mil passaram de 5,7 milhões para 23,8 milhões entre 2002 e 2010[697], e o volume da dívida atingiu R$420 bilhões (em reais de 2012)[698]. Esse movimento foi impulsionado pelas políticas governamentais de oferta de crédito, por sua vez potencializadas pelas de inserção bancária de pessoas de baixa renda (inclusive beneficiários do Bolsa Famíla[699]): somente entre 2006 e 2010, o número de pessoas que possuíam relacionamento ativo com instituições financeiras aumentou 26%, chegando a 87% da população adulta (que cresceu apenas 8% no mesmo período)[700]. O "Índice de Inclusão Financeira" no Brasil calculado pelo Banco Central, que era de 9,0 no ano 2000, elevou-se a 13,8 em 2005 e terminou 2010 em 21,7, reduzindo em parte as expressivas desigualdades regionais nesse quesito[701]. Também contribuiu para isso a ampliação da rede de atendimento: entre 2005 e 2010, a quantidade de agências bancárias aumentou 12%; a de caixas eletrônicos, 84%; e a de correspondentes bancários (canal de acesso mais numeroso e com maior capilaridade), 81%[702].

A dívida *per capita*, porém, multiplicou-se entre 2002 e 2010. E a relação entre esta e o salário médio mais que dobrou no mesmo período, assim como a proporção entre o volume da dívida e a renda do trabalhador[703]. O aumento do crédito livre a pessoas físicas, uma evidência da "financeirização de massas"[704], também teve um salto, de 9,9% do PIB em mar/2007 (dado mais antigo disponível) para 14,23% em dez/2010[705]. O total da inadimplência, a inadimplência *per*

697 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "BC - Relatório de Inclusão Financeira - 2011, No 2", 58.

698 Em 2010, as famílias desembolsaram R$141,2 bilhões somente com o pagamento de juros (Cf. BARROS e PINTO, "Crédito, consumo e endividamento".). Essa evolução do endividamento deu-se concomitantemente à expansão da rede de ofertantes de crédito. As chamadas "financeiras" (sociedades de crédito, financiamento e investimentos), por exemplo, cuja capilaridade é maior que a de bancos e atende a necessidades mais cotidianas, embora a juros consideravelmente mais altos, passaram de 46 a 61 entre 2005 e 2010 (embora tenha havido concentração no setor), e sua carteira de crédito teve crescimento de 306% no mesmo período, atingindo R$69 bilhões (Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "BC - Relatório de Inclusão Financeira - 2011, No 2", 135.).

699 O Projeto de Inclusão Bancária para beneficiários do Programa Bolsa Família se refletiu no maior uso de produtos financeiros pelos seus participantes em relação aos não-participantes, inclusive cheque especial (quase 33 mil famílias participantes do projeto em dez/2010 recorreram a ele), Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "BC - Relatório de Inclusão Financeira - 2011, No 2", 103. No mesmo relatório do BCB encontram-se outros dados mais detalhados, como, por exemplo: "De 2005 a 2010, o percentual das classes D e E com acesso a conta-corrente aumentou em 81%, passando de 16% para 29% (…) A classe C teve aumento de 33%, passando de 39% para 52%" (p.84); quanto à posse de cartão de crédito, passou-se de 15% para 25% nas classes D/E, e de 30% para 43% na classe C (p.86).

700 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, 68.

701 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, 146.

702 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, 42.

703 É preciso levar em conta o crescimento das modalidades 'fáceis' de endividamento, como os cartões de crédito. A quantidade destes passou de 28 milhões, em 2000, para 93 milhões, em 2007, em grande parte devido ao aumento entre as pessoas de renda mais baixa; ao passo que o crédito habitacional – que propicia a constituição de um patrimônio e/ou a libertação do aluguel – ficou em cerca de 2% do PIB, patamar baixo em relação a outros países (Cf. CAMARGO, A evolução recente do setor bancário no Brasil, 94 e 103.).

704 Termo de Becker et al. (ver seção sobre indicadores de financeirização).

705 Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, "BC - Séries Temporais" (série 20627).

capita e a quantidade de pessoas 'negativadas', por sua vez, acompanharam esse movimento, elevando-se na mesma proporção. A evolução desses indicadores foi um pouco mais pronunciada em Lula I do que em Lula II devido a um forte aumento em 2006, mas o crescimento se deu ano a ano e acentuou-se nos seguintes (após 2010).

Embora o crédito ao consumo movimente a economia e permita o acesso a bens que, de outro modo, não poderiam ser obtidos pelas vias do mercado, é preciso refletir sobre as consequências mais profundas desse mecanismo para 'desenvolver' o país, já que ele promove uma das modalidades de acumulação por espoliação: trata-se de uma das principais fontes de punções, por vias financeiras, sobre os rendimentos dos trabalhadores – principalmente devido ao patamar das taxas de juros praticadas[706]. Os juros pagos, mesmo não considerando a inadimplência (que só agrava a questão e aumenta quando surge a crise), representam uma "expropriação financeira", como denominou Lapavitsas: "a extração de lucros diretamente da renda pessoal", na esfera da circulação, devendo ser "claramente distinguida da exploração que ocorre na produção"[707], sendo complementar a esta[708]. Por ser um processo reiterado de apropriação de valor, ela também possui o caráter de exploração, sobretudo ao se tornar imprescindível para satisfazer necessidades básicas. A inclusão pelo consumo via crédito, além de não garantir a inclusão política, ainda é acompanhada, assim, de uma 'inclusão' adicional no processo de exploração[709]. A classe capitalista, por sua vez, beneficia-se de duas formas, com apropriações fora da produção e com a facilitação do escoamento das mercadorias produzidas.

No mesmo sentido, a dívida pública também pode ser pensada como uma forma de expropriação financeira, na medida em que, embora opere de modo indireto, constitui-se parcialmente de apropriação de rendimentos dos trabalhadores (impostos) que vão para as mãos dos rentistas. Além disso, como as diferentes frações da classe capitalista atualmente são pelo menos parcialmente rentistas, uma alíquota do que perdem no pagamento de impostos retorna pelos juros da dívida (sobretudo porque o sistema tributário brasileiro é regressivo e 'contornável'[710]). Como

706 Chegam a ser muitas vezes superiores às internacionais (quase 10 vezes para pessoa física) (Cf. GENTIL et al., "Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise", 22-24 (tabelas 1 a 3).)

707 LAPAVITSAS, "Financialised Capitalism", 114 e 131.

708 Os mecanismos também podem ser indiretos, ao incidirem sobre lojistas, que repassam o custo aos consumidores: "Mesmo sem entrar no crédito do cartão, tipicamente uma loja tem de pagar cerca de 5% do valor das compras ao banco, além do aluguel da máquina (...) [T]rata-se de um gigantesco imposto privado sobre a metade do crédito de consumo, reduzindo drasticamente a capacidade de compra do consumidor" (DOWBOR, "O sistema financeiro atual trava o desenvolvimento econômico", 266.).

709 Caberia indagar igualmente até que ponto uma economia baseada no endividamento para o consumo básico não tem como resultado um mecanismo de conservação dos salários sistematicamente abaixo do valor de reprodução da força de trabalho – já que é preciso parcelar a compra de artigos necessários, jogando sempre para o futuro a fatura que não pode ser paga no presente.

710 Uma estimativa para o Brasil aponta que US$519,5 bilhões estariam em paraísos fiscais (cerca de 25% do PIB, colocando o país em quarto lugar no mundo). O ritmo de evasão teria sido por volta de R$100 bilhões por ano entre 2010 e 2012 (aproximadamente 2% do PIB) (Cf. DOWBOR, "O sistema financeiro atual trava o desenvolvimento econômico", 272.).

resume Ladislau Dowbor:

> Se somarmos as taxas de juros à pessoa física, o custo dos crediários, os juros à pessoa jurídica, o dreno através da dívida pública e a evasão fiscal por meio dos paraísos fiscais e das transferências ilícitas, temos uma deformação estrutural dos processos produtivos[711].

Assim, se o diagnóstico traçado por Gonçalves – de que certas características do modelo liberal periférico persistiram e até se aprofundaram nos governos petistas – não está incorreto, cabe reconhecer, por outro lado, que houve diferenças entre os períodos, bem como dinâmicas contraditórias – no âmbito de intervenção direta do governo e para além dele. Nesse sentido, um dos eixos centrais em torno dos quais girou, mas também 'patinou', o debate sobre a primeira década do século XX no Brasil foi a caracterização de um governo que apresentou continuidades importantes em relação ao período de penetração e consolidação do neoliberalismo no país, mas também dele se distinguiu em outros aspectos (ex. políticas sociais e industriais, aumento real do salário mínimo, política externa menos submissa ao imperialismo, certa intervenção na economia, expansão das universidades públicas gratuitas). A questão se tornou ainda mais pertinente a partir do golpe parlamentar que depôs Dilma Rousseff: o recrudescimento de um neoliberalismo mais 'ortodoxo' destacou as diferenças entre este e os governos petistas.

As privatizações, um importante elemento do receituário neoliberal e de acumulação por espoliação, são um bom exemplo. Nos governos Lula, embora tenha havido inúmeras operações de concessão e de Parcerias Público-Privadas, o ritmo das operações de "desestatização" diminuiu sensivelmente em relação à década anterior: foram apenas duas, com valor inferior a US$500 milhões, segundo os relatórios do BNDES[712], ambas em Lula I. As principais privatizações se concentraram nos setores de petróleo e gás (por fora do BNDES), porém com valores da mesma ordem[713]. De 1990 a 2010, foram arrecadados ao todo cerca de US$106 bilhões[714], a grande maioria nos anos FHC, sobretudo em 1997 e 1998, com forte aumento da participação estrangeira em relação aos governos anteriores. Desde o período Temer, o viés privatizante retomou fôlego no discurso e na prática do governo – inclusive no que se refere a recursos estratégicos, como o petróleo do Pré-Sal –, tendendo a se intensificar nos próximos anos.

A fim de compreender melhor as contradições do período Lula, porém, é essencial para a análise o conceito de "financeirização", bem como distingui-lo de "neoliberalismo". Se houve afastamento em relação a certos aspectos do neoliberalismo, o processo de financeirização continuou se aprofundando. O BNDES, por exemplo, teve sua atuação modificada em relação aos

711 DOWBOR, 275.

712 Cf. "Relatórios de Atividades PND".

713 Para uma análise mais detalhada da relação entre as privatizações e a financeirização no Brasil, ver GARAGORRY, "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)", cap. 4.1.

714 Incluem-se aí o correspondente ao Plano Nacional de Desestatização (PND), programa criado em 1990 sob gestão do BNDES, às empresas federais de telecomunicações e às operações estaduais (cerca de 1/3 do valor).

governos FHC: de grande financiador das privatizações, passou, primeiramente, a privilegiar o fornecimento de crédito subsidiado a grandes empresas, sobretudo com o objetivo estratégico de criar os "campeões nacionais". Por outro lado, trata-se da continuidade do que Bresser-Pereira chamou de "o grande acordo das elites brasileiras": "você estabelece uma taxa de juros real muito alta, que gira em torno de 9%, 10% para remunerar o setor rentista, mas isso inviabiliza qualquer investimento. Em compensação, você subsidia a grande indústria por meio do BNDES. (…) Quem paga? Nós. Toda população brasileira paga"[715]. Adicionalmente, embora em países periféricos a monopolização do capital possa ser uma estratégia anti-imperialista, de constituição de "*players*" capazes de 'proteger' a economia doméstica e até de competir internacionalmente, não se pode negligenciar que, assim procedendo, formam-se grandes grupos empresariais dominados pela lógica financeira, conforme a tendência mundial. Do mesmo modo, o poder de mercado destes reflete-se na pressão sobre empresas menores, fornecedores, consumidores e empregados.

O BNDES começou, além disso, a fomentar mais consistentemente a infraestrutura e o setor de comércio/serviços (a partir de 2007)[716]. Na crise de 2008, desempenhou também papel fundamental na manutenção da oferta de crédito, tendo sua capacidade aumentada pelo governo: em poucos anos, seus ativos dobraram, de 7,5% do PIB em 2007 para mais de 15% em 2011[717]. Por outro lado, o Banco passou a estimular ativamente o mercado de capitais, sobretudo através da BNDESPar[718]. O patrimônio líquido dessa subsidiária saltou de R$10,3 bilhões em 2002 para R$86,5 bilhões em 2010 (preços correntes)[719], um aumento real superior a 400%.

Resumindo e reformulando a questão, retoma-se o que foi anunciado no início do capítulo: uma importante equação desse período é a de como o "neodesenvolvimentismo" encampado pelo governo se coadunou com a manutenção da financeirização (cuja responsabilidade em parte também é do próprio governo). A discussão sobre essa contradição será aprofundada nas Considerações Finais, porém cabe adiantar a tese aqui defendida: a despeito das mudanças político-econômicas em Lula II e da evolução positiva de indicadores sociais, os mecanismos estruturais de reprodução das desigualdades sociais e o tipo de inserção internacional (subordinada, apesar da constituição dos BRICs) do Brasil não se alteraram de modo significativo. Mais do que isso, tampouco colocaram em xeque a financeirização, embora a fração bancário-financeira possa ter tido uma perda relativa e momentânea de poder com o ganho relativo de alguns setores industriais e com a crise financeira mundial. Ao contrário, fatores como taxa de juros e *spread* bancário elevados

715 COMIN e MATTOS, "Remando contra a maré - Entrevista com Luiz Carlos Bresser-Pereira", 157.
716 Cf. PARK, "Brazil's Capital Market", fig. 19.
717 Cf. PARK, 13.
718 Cf. "BNDES - Mercado de capitais".
719 Cf. relatórios da BNDESPar: "BNDES Participações - Demonstrações contábeis, 2002"; "BNDES Participações - Demonstrações contábeis, 2010".

garantiram o aumento do estoque de riqueza, dos lucros líquidos e das taxas de retorno dos bancos, mesmo em Lula II. Em consequência, as possibilidades do período seguinte foram condicionadas por esses aspectos: a inflexão nos primeiros anos de Dilma I, vislumbrada por alguns analistas, revelou-se apenas um *intermezzo*, não significando um deslocamento da fração bancário-financeira interna e internacional da centralidade no bloco no poder. A política econômica ortodoxa praticada no primeiro ano de Dilma II o atesta bem, assim como os desdobramentos a partir de 2016 em direção ao recrudescimento da política econômica neoliberal.

A análise a seguir, sobre a dívida pública (um elemento essencial da financeirização no Brasil), vai ao encontro dessa tese.

Dívida pública: o "tonel das Danaides"

A dívida pública merece comentários à parte pelo lugar de destaque que ocupa no capitalismo em geral e no processo de financeirização em particular – sobretudo no Brasil. Como Marx ressaltava n'*O capital*, ela "imprime sua marca sobre a era capitalista" na medida em que se torna "uma das mais enérgicas alavancas da acumulação primitiva", ou seja, da expropriação da riqueza socialmente produzida (por meio do Estado), reunindo-a sob a forma de capital nas mãos da burguesia. A sua relação com o atual processo de financeirização já está prenunciada e fica clara na passagem a seguir:

> Tal como o toque de uma varinha mágica, ela [a dívida pública] dota o dinheiro improdutivo de força criadora e o transforma, desse modo, em capital, sem que tenha necessidade para tanto de se expor ao esforço e perigo inseparáveis da aplicação industrial e mesmo usurária. Os credores do Estado, na realidade, não dão nada, pois a soma emprestada é convertida em títulos da dívida, facilmente transferíveis, que continuam a funcionar em suas mãos como se fossem a mesma quantidade de dinheiro sonante. (…) A dívida do Estado fez prosperar as sociedades por ações, o comércio com títulos negociáveis de toda espécie, a agiotagem, em uma palavra: o jogo da Bolsa e a moderna bancocracia[720].

Dada a perenidade da relevância da dívida pública para a centralização de capital, Harvey a insere no rol de mecanismos de "acumulação por espoliação"[721]. Este conceito foi cunhado pelo autor a partir do capítulo d'*O capital* citado acima e da obra de Rosa Luxemburgo, justamente para enfatizar que boa parte dos expedientes de acumulação primitiva permanecem operando no funcionamento regular do capitalismo, não se restringindo ao seu início. Chesnais, como visto nos Capítulos 1 e 2, mostrou como o aumento da dívida pública nos países do centro a partir da década de 1970 foi uma etapa fundamental da afirmação da financeirização e se tornou um verdadeiro "tonel das Danaides"[722] que alimenta o rentismo.

720 MARX, O capital, Livro I, vol. II, 288.
721 HARVEY, O novo imperialismo.
722 Em referência à mitologia grega: o tonel sem fundo que as cinquenta Danaides deveriam encher, por toda a eternidade, como castigo (CHESNAIS, "O capital portador de juros", 39.).

A analogia é especialmente válida para o Brasil: a crise da dívida nos anos 1980 e as altas taxas de juros praticadas nas décadas seguintes a colocaram como um aspecto estrutural da financeirização no país e um mecanismo de vultosas transferências de renda. Tendo em vista que um dos períodos de elevação acelerada da dívida pública brasileira em relação ao PIB foi no governo FHC e que desde meados dos anos 1990 a carga tributária (cujo perfil é regressivo) veio aumentando em proporção do PIB praticamente de forma ininterrupta até 2005[723], a relação do endividamento estatal com o sistema tributário tal qual descrita por Marx também é espantosamente atual:

> O moderno sistema tributário tornou-se um complemento necessário do sistema de empréstimos nacionais (…) O aumento de impostos causado pela acumulação de dívidas contraídas sucessivamente força o governo a tomar sempre novos empréstimos para fazer face a novos gastos extraordinários. O regime fiscal moderno, cujo eixo é constituído pelos impostos sobre os meios de subsistência mais necessários (portanto, encarecendo-os), traz em si mesmo o germe da progressão automática. A supertributação não é um incidente, porém muito mais um princípio[724].

No período Lula, a situação não melhorou de forma significativa, pois houve deficit nominal nas contas públicas em todos os anos. O desempenho do Brasil só não foi pior do que o da média e mediana internacionais em dois deles (2009 e 2010), segundo Gonçalves[725]. Apesar da redução da taxa de juros em relação ao período anterior, esta se manteve uma das mais elevadas do mundo em termos reais. A geração de superavit primário em todos os anos (média de 3,4% do PIB ao ano de 2003 a 2010) não foi, assim, suficiente para compensar as elevadas despesas com o serviço da dívida. Estas corresponderam a R$1.288 bilhões em valores correntes[726] no período – o dobro do obtido com o superavit primário e mais de três vezes superiores à média e mediana mundiais em proporção do PIB. Representaram, assim, 6,3% do PIB ao ano, em média[727] – sendo maior em Lula I (7,3%) do que em Lula II (5,4%), entre outros fatores devido ao maior crescimento do PIB neste último. Com esse resultado, o Brasil ficou no grupo dos 5% de países que mais pagavam juros (em termos relativos) sobre a dívida pública, de modo que a queda da relação entre a dívida pública e o PIB ocorrida ao longo dos anos Lula ainda assim não evitou que a situação piorasse em relação à

723 Estabilizando-se a partir daí em torno de 33%. Como o PIB sofreu aumentos reais, deduz-se que houve igualmente aumento real da carga tributária. Em 1996, esta correspondia a 26,1% do PIB ("Evolução da Carga Tributária 1996-2014" (Gráfico 1, Slide 4).).

724 MARX, O capital, Livro I, vol. II, 289.

725 As comparações internacionais do parágrafo foram tiradas de GONÇALVES, "Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores". Os demais dados sobre a dívida brasileira são do Banco Central (Sistema Gerador de Séries Temporais).

726 Utiliza-se, aqui, o método convencional de cálculo, a partir dos dados do Banco Central. A Auditoria Cidadã da Dívida, utiliza outra forma, que resulta em cifras bem maiores (Cf. "Entenda os números do dividômetro e do estoque da dívida".)

727 Ou seja, a necessidade de financiamento do setor público foi de aproximadamente 3% do PIB ao ano em média. Costuma-se mencionar, a título de comparação, que o Programa Bolsa Família consumia menos de 0,5% do PIB, atendia milhões de famílias e possuía efeito multiplicador na economia (cada R$1,00 fazia o PIB crescer R$1,78), (Cf. NERI, VAZ, e SOUZA, "Efeitos macroeconômicos do programa Bolsa Família".).

média e mediana mundiais (ficando no 1/3 dos países mais endividados do ranking do FMI, segundo esse critério).

A comparação internacional mencionada foi feita com a dívida bruta do governo geral, que se reduziu de 76,1% em 2002 para 62,4% do PIB em 2010. A dívida líquida do governo geral também se reduziu no mesmo período, de 57,8% para 38,5%, decerto devido ao crescimento real ininterrupto do PIB (com exceção de 2009), mas principalmente à redução sistemática da dívida externa desde o início do governo Lula. Esta redução foi fruto dos saldos positivos da balança comercial e auxiliada pela apreciação cambial. Contudo, também seguiu, como lembra Chesnais[728], uma tendência mais geral das praças financeiras de países liberalizados da periferia: a de receberem fluxos de capital de aplicação financeira internacional em razão das baixas taxas de juros dos EUA praticadas a partir de 2002. O Brasil se tornou, inclusive, credor externo a partir de 2006, apresentando uma dívida externa de -9,3% do PIB em 2010. Por outro lado, a dívida interna líquida elevou-se de 43,2% para 47,2% do PIB.

As porcentagens do PIB, no geral favoráveis, escamoteiam, porém, algumas questões. As altas taxas de juros e a mudança na composição da dívida produziram uma 'troca' de dívida: ao passo que a externa diminuiu R$723 bilhões em termos reais[729] entre 2002 e 2010, a interna se elevou em R$801 bilhões. Por um lado, esse movimento de substituição melhora a situação do país em relação a crises cambiais, mas, por outro, como a primeira é mais 'barata' do que a segunda[730] devido ao diferencial de juros domésticos e internacionais, durante os governos Lula a dívida líquida do governo geral cresceu R$148 bilhões em termos reais (e a bruta, R$651 bilhões)[731].

Assim, apesar do cenário internacional favorável até 2008, do crescimento econômico interno, da redução da taxa de juros e do superavit primário elevado, em Lula II a dívida se ampliou mais do que em Lula I, apesar de se terem pago mais juros. Ou seja, um fator crucial da dívida pública brasileira é que ela é cara[732] devido aos fatores político-econômicos que mantêm as taxas de juros elevadas. A consequente progressão em 'bola de neve' faz a dívida aumentar rapidamente em proporção do PIB quando o momento econômico muda, conforme ocorreu a partir de 2016, intensificando a inquietação nos rentistas (que já vinha de 2014, quando o governo passou a apresentar deficit primário[733] nas suas contas).

728 Cf. CHESNAIS, A finança mundializada, 23.
729 Valores de 2010, corrigidos pelo IPCA.
730 Além de normalmente possuir prazos mais longos.
731 Chesnais ressalta ainda um outro efeito: de permitir aos bancos e investidores institucionais internos se beneficiarem de uma parte maior das punções sobre os impostos (antes destinadas ao pagamento da dívida externa).
732 Cf. FEVEREIRO, "Dívida pública, problema ou solução".
733 Quando o superavit primário não é suficiente para pagar todo o montante de juros, há deficit nominal (algo corriqueiro no Brasil, por isso o aumento da dívida). Quando as despesas operacionais do governo são maiores que suas receitas, há deficit primário, bem mais 'grave'. Assim, além de não haver nenhuma sobra para pagar os juros da dívida (de modo que eles se acumulam integralmente) ainda há parte das despesas não cobertas.

Tabela 8.1 – Dívida pública brasileira (% do PIB)

	Dív. Tot. Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Interna Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Externa Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Líq. do Gov. Geral	Dív. Bruta do Gov. Geral
2002	59,9	44,4	15,6	57,8	76,1
2003	54,3	43,2	11,0	52,5	71,5
2004	50,2	42,4	7,8	49,1	68,0
2005	47,9	44,8	3,1	46,5	67,0
2006	46,5	47,6	-1,2	45,3	64,6
2007	44,6	51,8	-7,3	43,4	63,0
2008	37,6	48,3	-10,7	37,8	61,4
2009	40,9	49,7	-8,8	41,4	64,7
2010	38,0	47,2	-9,3	38,5	62,4

Fonte: Banco Central – Sistema Gerador de Séries Temporais (elaboração própria).

Tabela 8.2 – Dívida pública brasileira (R$ bilhões de 2010)

	Dív. Tot. Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Interna Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Externa Líq. do Setor Púb. Consol.	Dív. Líq. do Gov. Geral	Dív. Bruta do Gov. Geral
2002	1.398,0	1.034,9	363,1	1.347,0	1.775,0
2003	1.336,2	1.064,2	272,0	1.291,9	1.761,1
2004	1.308,9	1.104,8	204,1	1.280,4	1.774,2
2005	1.311,0	1.225,4	85,6	1.273,4	1.832,2
2006	1.368,8	1.402,8	-34,0	1.333,6	1.902,2
2007	1.417,7	1.649,7	-232,1	1.382,2	2.005,8
2008	1.290,6	1.657,9	-367,3	1.298,3	2.110,1
2009	1.443,2	1.753,1	-309,8	1.459,6	2.284,0
2010	1.475,8	1.835,5	-359,7	1.495,3	2.426,1
Variação 2002-2010	77,8	800,6	-722,8	148,3	651,1
Variação em Lula I	-29,2	367,9	-397,1	-13,3	127,2
Variação em Lula II	107,0	432,7	-325,7	161,7	523,9

Fonte: Banco Central – Sistema Gerador de Séries Temporais (elaboração própria).
Valores corrigidos pelo IPCA (cálculo próprio).

Tabela 9 – Necessidade de financiamento do Setor Público (R$ bilhões de 2010; % do PIB)

	Juros pagos sobre a dívida pública	% PIB	Superavit primário	%PIB	Necess. de financ. do setor púb.	%PIB
2003	207,3	8,42%	127,6	5,18%	79,7	3,24%
2004	171,2	6,56%	75,0	3,69%	96,2	2,87%
2005	199,3	7,28%	96,8	3,74%	102,5	3,54%
2006	197,9	6,72%	105,1	3,15%	92,8	3,57%
2007	190,2	5,98%	87,1	3,24%	103,0	2,74%
2008	182,8	5,32%	68,4	3,33%	114,4	1,99%
2009	181,1	5,13%	112,5	1,94%	68,6	3,19%
2010	195,4	5,03%	93,7	2,62%	101,7	2,41%
Total 2003-2010	1.525,1	-	766,2	-	758,9	-
Total Lula I	775,7	-	404,5	-	371,1	-
Total Lula II	749,5	-	361,7	-	387,8	-
Média anual 2003-2010	190,6	6,31%	95,8	3,36%	94,9	2,94%
Média anual Lula I	193,9	7,25%	101,1	3,94%	92,8	3,31%
Média anual Lula II	187,4	5,37%	90,4	2,78%	96,9	2,58%

Fonte: Banco Central – Sistema Gerador de Séries Temporais (elaboração própria).
Valores corrigidos pelo IPCA (cálculo próprio)

Uma análise dos detentores da dívida pública também é importante. Infelizmente, a classificação se alterou ao longo dos anos e não há dados bem discriminados no site do Tesouro para o período anterior a 2007. Não obstante, entre o início de 2007 e final de 2009[734], já foi possível constatar uma 'desnacionalização' crescente da dívida, com um aumento expressivo da participação dos "Não-residentes": passaram de aproximadamente 1,5% para 9% (proporção que continuou aumentando até atingir um pico de quase 19% em 2015), sem mencionar as filiais de empresas estrangeiras que investem de dentro do país. Provavelmente contribuíram para isso as medidas de liberalização no setor cambial implementadas a partir de 2005[735]. Além disso, como ressalta Chesnais a partir do trabalho de Ugo Panizza, a distinção entre dívida interna e externa dos países periféricos veio diminuindo com a ampliação da liberalização financeira, sendo a primeira a dívida denominada em moeda local, mas não necessariamente detida por 'nacionais' (já que estrangeiros podem possuir títulos da dívida interna). Nesse sentido, a dívida externa se torna um indicador inadequado (porque incompleto) das transferências de recursos entre países, assim como da vulnerabilidade externa[736].

O peso dos estrangeiros no controle da dívida, porém, é largamente subestimado nos "Não-residentes", já que não contabiliza aqueles inseridos em outras rubricas. Em 2009, os bancos (nacionais e estrangeiros – como o espanhol Santander, por exemplo) concentravam 37,7% dos títulos; os fundos de investimento (que, como visto, são administrados em grande parte por bancos) 28,7%; e as entidades de previdência (muitas das quais também ligadas aos bancos) 15,8%.

734 Em 2010 aparece a rubrica "Governo", com 10%, o que distorce os dados. Por isso, preferiu-se considerar 2009.
735 Ver Capítulo 7.
736 Cf. PANIZZA, "Domestic Public Debt in Developing Countries", 1–2.

Seguradoras e "Outros" somavam cerca de 9%. Esse quadro, aliado ao fato de o grupo dos *dealers*[737] ser composto 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.

De um ponto de vista sociológico, é importante mencionar ainda o Tesouro Direto. Criado em 2002 pelo Tesouro Nacional em parceria com a bolsa de valores, permitiu que pessoas físicas comprassem diretamente títulos da dívida, em vez de serem obrigadas a aplicar em fundos de investimento que por sua vez compram os títulos[738]. A adesão foi exponencial: com menos de 6 mil investidores cadastrados no ano de criação, ao final de 2010 eram praticamente 215 mil (e em 2018, quase 3 milhões). Embora na maioria dos casos não se trate propriamente de uma 'inclusão' financeira – pois a maior parte provavelmente já possuía conta-corrente e alguma poupança investida –, o programa não deixa de ser uma iniciativa de desintermediação bancária e mais um passo na aproximação entre indivíduos e mercado financeiro: apesar dos procedimentos serem relativamente simples, é preciso escolher a corretora (comparando taxas), aprender a operar o site, escolher os títulos a serem comprados, verificar a evolução dos rendimentos e o prazo de vencimento (dependendo do título, é possível tomar a decisão de vender antecipadamente para obter ganhos especulativos, etc.). Além disso, uma vez cliente de uma corretora, abrem-se as portas para a compra de outros produtos financeiros (em geral mais diversificados e 'sofisticados' do que de bancos, inclusive ações).

A proliferação de vídeos na internet sobre educação financeira[739] e sobre como investir apontam para essa relativa popularização dos investimentos. Da mesma forma, não é fortuito o Tesouro Nacional ter lançado, a partir de 2015, o Programa de Aperfeiçoamento do Tesouro Direto, através do qual criaram-se "nomes mais simples e intuitivos para os títulos públicos, o Orientador Financeiro e a liquidez diária" e, o mais significativo, um "curso gratuito sobre o Tesouro Direto, com conteúdo didático organizado nos níveis básico, intermediário e avançado" e "novos vídeos (…) abordando o funcionamento dos títulos públicos de maneira *lúdica, rápida e descontraída*"[740].

737 "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" (Cf. "Dealers - Artigo Dívida Pública Federal - STN".). Na prática, são as instituições que fazem a mediação entre o governo e os compradores de títulos da dívida, concentrando, assim, grande poder sobre as transações.

738 Na realidade, ao se aplicar no Tesouro Direto é preciso fazê-lo via uma corretora. Desde o início havia instituições que não cobravam nenhum tipo de taxa para tanto e isso veio se tornando mais comum devido à concorrência. Contudo, principalmente corretoras de bancos, cobravam taxas até elevadas (lucrando até em uma iniciativa de desintermediação bancária!).

739 Além das iniciativas do próprio governo, como a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ver p.156).

740 "Relatório Anual da Dívida - 2016", 47–48 (grifo nosso).

Essa dimensão do Tesouro Direto – de inculcar ou reforçar a lógica das finanças nos indivíduos em seu cotidiano, tonando-os partícipes do mercado financeiro e mais receptivos a ele – contrasta justamente com sua flagrante 'irrelevância' econômica: um estoque de R$4,6 bilhões perante uma dívida de quase R$1.700 bilhões no ano de 2010 (ou seja, 0,3% do total), que, conforme exposto, está nas mãos de poucas grandes instituições.

Diante do quadro aqui delineado, fica evidente o caráter "improdutivo"[741] da dívida pública brasileira, bem como 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. Longe 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[742] por parte dos agentes financeiros, inclusive internacionais. Os efeitos sobre o investimento produtivo privado também são evidentes, já que o custo de oportunidade deste, para usar o jargão econômico, eleva-se: os bancos possuem menos interesse em emprestar e as empresas, em investir (ver Capítulo 6).

Parece pouco provável, portanto, que a dificuldade do governo brasileiro em manter as taxas de juros e de câmbio em patamares adequados a objetivos industrializantes seja meramente técnica e esteja dissociada do fato de os agentes ligados ao capital de aplicação financeira internacional se beneficiarem de altas taxas de juros – assim como o setor financeiro nacional – e de um câmbio em apreciação. Com isso não se quer insinuar que a determinação de tais taxas seja meramente política, embora o controle das políticas econômicas e do Tesouro através da dívida pública e da influência direta sobre o Banco Central, bem como ameaças de fuga de capital, tenham aí um papel fundamental. Trata-se de uma complexa questão de ordem 'político-econômica', já que ambos os aspectos são indissociáveis, assim como foi o próprio surgimento e consolidação do neoliberalismo e da financeirização, cujos processos se reforçaram mutuamente.

No caso aqui analisado, as transformações operadas no Brasil, um país periférico, embora tenham sido orquestradas em alguma medida, estavam condicionadas pelo contexto mais amplo da financeirização e em consonância com ele. Ou seja, se o capital de aplicação financeira internacional possui influência sobre a determinação das taxas de juros e de câmbio brasileiras é porque a configuração do capitalismo internacional e doméstico permite e instaura a dominação financeira em termos econômicos, políticos e ideológicos. Ao mesmo tempo, o fato de essas taxas

741 "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 e CAFFÉ, "Indicadores macroeconômicos de financeirização", 55.).

742 Um exemplo patente é o da reforma da previdência. Em vez de se discutir a dívida pública (e o sistema tributário), cria-se um alarmismo diversionista para cortar direitos sociais de forma a liberar recursos para o pagamento dos juros.

se elevarem devido ao novo regime de acumulação vigente no país reforça o poder político-econômico das frações financeiras, que ficam em melhores condições de efetivarem seus interesses. A forma de operacionalização do imperialismo, portanto, se alterou, como explica Paulani:

> Assim, não precisamos mais da troca desigual, que caracterizou a segunda e, parcialmente, também a terceira fase de nossa inserção externa, para transferir renda para o Centro (os termos de troca, aliás, nos são agora amplamente favoráveis). Tampouco precisamos dos juros escorchantes cobrados pelos credores externos, característicos da quarta fase. A combinação de câmbio flutuante com elevadíssimas taxas de juros faz isso agora de modo muito mais eficiente[743].

Dessa forma, não espanta a vida curta dos efeitos das medidas tomadas em Dilma I (2010-2014) em termos de diminuição da dívida líquida, da dívida interna, da dívida externa e da dívida bruta em proporção do PIB. O montante da dívida líquida decresceu em termos reais somente até 2013 (lembrando que a taxa real de juros atingiu recordes de baixas das últimas décadas em 2012 e 2013). Em 2014, todo o ganho se perde e o ano termina com aumento real em relação a 2010. Além disso, a dívida interna cresceu em termos reais no período todo. Ou seja, como no período Lula, a dívida líquida só se reduziu graças à dívida externa (que ficou 'ainda mais negativa' do que em Lula II).

Em suma, em Dilma I, pagou-se em média mais juros ao ano do que nos governos Lula e a dívida aumentou ligeiramente em termos reais. A então presidenta ainda vetou, já no segundo mandato (início de 2016), o item inserido no Plano Plurianual 2016-2019 que previa auditoria da dívida pública[744] – um mecanismo contido na Constituição Federal[745]. Se essa auditoria poderia reduzir o peso do endividamento para o país, o veto em grande medida se explica pelo fato de que certamente enfrentaria oposição das finanças e intensificaria as grandes convulsões políticas já em curso[746].

Tentativas de síntese: os indicadores de financeirização

Dado o quadro da financeirização apresentado ao longo deste trabalho e, especialmente neste capítulo, cabe indagar se seria possível ter dimensão da magnitude da evolução mais geral desse fenômeno no Brasil nas últimas décadas. Por um lado, foram discutidos alguns aspectos predominantemente qualitativos, que não se prestam facilmente à quantificação – tais como os político-ideológicos (ex. governança corporativa, estado de emergência econômico), os relativos aos processos de subjetivação (modos de pensar e de compreender seus próprios interesses) e os

743 PAULANI, "A Inserção da economia brasileira no cenário mundial", 98.

744 Trata-se da Iniciativa 07BQ do Anexo I: "Realização de auditoria da dívida pública com participação de entidades da sociedade civil" (Cf. "Parecer No 110 de 2015-CN".). Para uma crítica da argumentação da presidenta sobre o veto, ver "Escândalo: Dilma veta a realização de auditoria da dívida pública com participação de entidades da sociedade civil".

745 Art. 26 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

746 O processo de *impeachment* contra a presidenta havia sido aberto no final de 2015.

regulatórios/legislativos. Por outro lado, foram apresentados dados sobre a financeirização das empresas, ativos de bancos e investidores institucionais, mercado acionário, dívida pública, etc. Estes podem, em alguma medida, ser sintetizados em indicadores de financeirização, que variam segundo os autores, expressando divergências teórico-metodológicas ou dimensões distintas do fenômeno.

Chesnais, por exemplo, atribui o "crescimento espetacular das transações financeiras"[747] a uma enorme "acumulação financeira", ou seja, à "centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos na produção e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações"[748]. Em um de seus textos[749], são apresentados dois indicadores: as ações, obrigações privadas, títulos da dívida e depósitos bancários em proporção do PIB (utilizado pela McKinsey Global Institute); e "a evolução, durante um período muito longo (…) [da] soma dos ativos e passivos financeiros das contas de capital da balança de pagamentos dos países, ou seja, principalmente os fluxos de juros e de dividendos (além dos royalties sobre patentes)", utilizado pelo Bank for International Settlements (BIS).

Duménil e Lévy[750] utilizam um dado simples, que fornece o peso relativo dos setores financeiros na economia em termos de capital investido: a razão entre o patrimônio líquido das empresas financeiras e o do conjunto de todas as empresas. Durand[751], por sua vez, toma como indicadores o peso do setor financeiro (valor adicionado bruto do setor de atividades financeiras, de seguros e imobiliárias); a importância relativa do lucro bruto desse setor na economia; e a dinâmica dos lucros financeiros das empresas não-financeiras (dividendos e juros recebidos em relação ao lucro obtido).

Becker et al.[752] propõem uma tipologia da financeirização a partir de diferentes indicadores. As duas principais formas são: aquela baseada no forte aumento dos títulos financeiros, medida pela relação entre ativos financeiros e ativos totais da economia; e aquela centrada no capital portador de juros, para a qual a razão entre o crescimento dos empréstimos bancários para o setor privado e o PIB, bem como o *spread* existente entre taxas de juros ativas e passivas, seriam modos de aferição. A primeira forma de financeirização seria a mais usual, porém a segunda é muito comum em economias periféricas, devido ao caráter "extrovertido" destas (dependente de influxos de capital). Normalmente caracterizada por uma política de câmbio valorizado e de altas taxas de juros, a

747 CHESNAIS, "Introdução geral à mundialização financeira", 11.
748 CHESNAIS, "O capital portador de juros", 37.
749 Cf. CHESNAIS, "Les dimensions financières de l'impasse du capitalisme".
750 Cf. DUMÉNIL e LÉVY, "Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary", 398.
751 Cf. DURAND, Le capital fictif.
752 Cf. BECKER et al., "Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis".

“financeirização periférica” associa-se, assim, a elevado deficit de conta corrente e a aumento da dívida externa. A financeirização ainda poderia ser classificada em “de elite” (restrita à acumulação financeira da burguesia e alta classe média) e “popular” ou “de massa” [*mass-based financialization*], quando os salários dos trabalhadores são incorporados ao processo e o endividamento aumenta. Este segundo tipo é constatado quando há mudanças na relação entre a dívida privada das famílias e a renda disponível (ou o PIB), ou rápida elevação do preço da moradia.

A partir dos termos de Becker et al., pode-se argumentar que o Brasil seguiu de perto um padrão de financeirização periférica nos anos 1990, que não foi inteiramente abandonado nos anos 2000: o país continuou apresentando tendência de deficit nas transações correntes (exceto entre 2003 e 2006, devido à compensação da balança comercial) e de aumento da dívida pública (no caso interna, não externa, devido à ‘internalização’ da dívida). Por outro lado, passou a apresentar mais aspectos do primeiro tipo de financeirização descrito – a partir da intensificação desse processo entre as empresas não-financeiras e entre as famílias (endividamento privado). Miranda[753] aponta justamente um aumento da razão entre o total de ativos financeiros não-monetários e o PIB entre 1995 e 2008, que passou de cerca 25% para 68% do PIB. A proporção não investida do lucro macroeconômico alocada em ativos financeiros pelas firmas e detentores do capital (razão entre M4 - M1[754] e o estoque de capital produtivo líquido) também aumentou no mesmo período, de 25% para 89%. Além disso, deram-se passos importantes em direção a uma “financeirização de massas”, haja vista a acelerada inserção bancária dos mais pobres conjugada com aumento do crédito pessoal e manutenção dos juros altos.

Miguel Bruno, grande especialista no tema, possui diversos trabalhos de mensuração da financeirização e também aponta uma intensificação desta no Brasil ao longo dos anos 2000. São resumidos a seguir os resultados obtidos pelo autor em trabalho conjunto com Ronaldo Caffé[755], a partir de quatro indicadores macroeconômicos de financeirização. Os dois primeiros, embora expressem apenas o peso dos fluxos de juros na economia, são relevantes na medida em que a renda de juros é muito significativa no Brasil. Os autores afirmam que esse fato “singulariza o processo de financeirização da economia nacional, em comparação com outros países desenvolvidos e em desenvolvimento, nos quais as taxas de juros são muito mais baixas”[756]. É possível, assim, falar em uma “carga financeira” (em analogia à carga fiscal) que pesa sobre o país.

753 Cf. MIRANDA, “A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios”, 34.

754 M1 é a soma das cédulas e moedas em poder do público e em depósitos à vista no sistema bancário. M4 é igual a M1 + M2 + M3, ou seja, M1 + o total de depósitos a prazo no sistema bancário, o total de depósitos em caderneta de poupança e o restante dos títulos públicos em poder de bancos e de fundos de investimento, além de alguns títulos privados. Logo, subtraindo-se M1 de M4, obtém-se os ativos financeiros não-monetários.

755 Cf. BRUNO e CAFFÉ, “Indicadores macroeconômicos de financeirização”.

756 BRUNO e CAFFÉ, 57.

Um desses indicadores é a participação da renda de juros no produto total, frequentemente em detrimento do investimento e da formação de poupança produtiva. Destaca-se aí a elevada participação do fluxo recebido, 29% do PIB para o período 1993-2003 e de 30% entre 2004 e 2010; ou seja, praticamente um terço do produto total brasileiro era absorvido pela renda de juros.

O segundo é a composição setorial dessa renda. Primeiramente, apesar de deficitárias em juros, as empresas não-financeiras apresentavam porcentagens elevadas de ganhos desse tipo (média de 7,4% do PIB ao ano entre 2005 e 2009). Os fluxos pagos como percentagem do PIB, na realidade, são ligeiramente superiores (saldo médio de -0,61% ao ano), indicando financeirização das empresas. O governo, por sua vez, se mostra muito mais deficitário em juros, com os saldos atingindo a média de -5,4% do PIB. Os fluxos em direção ao setor financeiro, por outro lado, revelam a elevada carga financeira em juros sobre o PIB brasileiro: média de 30,8% do PIB pagos ao setor por ano no período, com saldo de 2,8%. O setor "famílias" também é superavitário com relação a esse tipo de renda (saldo médio de 2,4% ao ano), refletindo a ampla detenção de ativos financeiros ligados ao endividamento público e privado pelas famílias, sobretudo de mais alta renda. Como discutido anteriormente, o "resto do mundo" é um recebedor líquido de juros brasileiros (saldo médio de 0,8% do PIB ao ano entre 2005 e 2009).

Tabela 10 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados por diferentes setores entre 2005 e 2009 (média anual, em % do PIB)

	Juros Recebidos	**Juros Pagos**	**Juros Apropriados**
Empresas não-financeiras	7,4%	8,0%	-0,6%
Empresas financeiras	30,8%	28,0%	2,8%
Administração Pública	4,0%	9,4%	-5,4%
Famílias	4,4%	2,0%	2,4%
"Resto do mundo"	1,3%	0,5%	0,8%

Fonte: Bruno e Caffé (2016), p.44-45.

Os outros dois indicadores de financeirização, por sua vez, refletem o peso da renda financeira total, incluindo outras modalidades derivadas da detenção de ativos financeiros, tais como os dividendos. Um deles é a composição da receita operacional do sistema financeiro. As rendas de títulos e valores mobiliários (títulos financeiros públicos e privados) tiveram tendência de crescimento desde 1995, ultrapassando os 80% da receita operacional no ano de 2007. Por outro lado, houve queda da participação do crédito, ficando abaixo dos 10% da receita operacional em 2007. Este fato confirma que o sistema bancário brasileiro continua muito pouco atuante nesse

aspecto.

Já a "taxa macroeconômica de financeirização"[757] é obtida pela razão entre o total de ativos financeiros não-monetários (diferença entre os agregados monetários M4 e M1) e o estoque total de capital fixo produtivo (K). Os autores destacam dois períodos nesse quesito. Entre 1970 e 1993, as séries da taxa de financeirização e de acumulação de capital fixo produtivo estiveram positivamente correlacionadas, indicando que ainda não existiam as condições estruturais para o desenvolvimento do processo de financeirização. As poupanças familiar e empresarial eram, então, alocadas produtivamente, contribuindo para elevar as taxas de investimento. No período 1994-2010, as duas taxas se descolam uma da outra, indicando a ocorrência de financeirização. Destaca-se ainda a forte correlação positiva entre o crescimento do estoque de ativos financeiros e a taxa Selic real acumulada no período 1991-2009, confirmando a proposição de que a renda de juros é muito importante no Brasil.

Em suma, a evolução da financeirização no Brasil atravessou duas grandes fases, conforme Lena Lavinas, Eliane Araújo e Miguel Bruno[758] apontam, utilizando-se dos conceitos de Becker et al.: anos 1980 (financeirização elitizada, com base em ganhos inflacionários) e anos 1990 em diante (financeirização em massa sustentada por juros altos). Do ponto de vista quantitativo, os autores concluem que "a financeirização brasileira é, hoje, alta e ampliada"[759], já que três cenários são descritos a partir do "índice de financeirização"[760]: 1970-1980 = 1,016 (ausência de financeirização); 1981-1994 = 2,04 (financeirização restrita); e 1995-2015 = 7,66 (financeirização ampliada e alta). Essa terceira fase contempla os governos de FHC, Lula e Dilma, confirmando as continuidades apresentadas entre eles no que se refere à financeirização e à magnitude da evolução desta.

Desigualdade pessoal da renda e distribuição funcional da renda: o Haiti continua aqui

O aumento da financeirização revelado pelos indicadores trazem à tona a discussão sobre seus efeitos. De um lado, há as já mencionadas implicações para o mundo do trabalho, em termos de precarização, de intensificação (com estratégias renovadas de extração de mais-valia absoluta) e de redução do emprego. De outro, ampliam-se os ganhos ligados ao capital e diversificam-se suas fontes. Uma 'consequência-síntese' disso é, evidentemente, a mudança no padrão de distribuição de renda. Efetivamente, diversas organizações e institutos de pesquisa apontam a ocorrência de uma

757 Os autores ressaltam que, no caso brasileiro, não existem dados divulgados para o balanço das famílias, o que dificulta a estimação de seu grau de financeirização. No âmbito das empresas, seria possível recorrer aos balanços publicados, mas o foco da análise é fundamentalmente macroeconômico, de modo que isso não é feito.

758 Cf. LAVINAS, ARAÚJO, e BRUNO, "Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes?"

759 LAVINAS, ARAÚJO, e BRUNO, 8.

760 Trata-se da taxa de financeirização apresentada no parágrafo anterior dividida pela razão entre o investimento e o seu correspondente estoque de capital (taxa de acumulação do capital produtivo).

trajetória de piora da desigualdade em âmbito mundial nas últimas décadas. Além do célebre trabalho de Piketty[761], vale citar os números de Milanovic destacados por Medeiros: "os 10% mais ricos da população global se apropriaram de 60% de todo o crescimento do mundo entre 1988 e 2008" e "em 2010 o 1% mais rico do planeta controlava 29% da renda e 46% de toda a riqueza mundial", fazendo do "mundo o lugar mais desigual do mundo"[762]. Em relação ao Brasil, embora o índice de Gini venha melhorando nas últimas décadas, após o processo de concentração de renda ocorrido durante a ditadura civil-militar, o país permanece um dos mais desiguais do mundo, próximo a países africanos e ao Haiti. Em 2010, o 1% mais rico concentrava 23,3% da renda total, e os 10% mais ricos, 50,6%[763] [764]. Além disso, o 1% mais rico detinha também 40% do total da riqueza (estoque) em 2009, e os 10%, mais de 70%[765].

Não é simples, contudo, mensurar a contribuição da financeirização para esse quadro. A dificuldade metodológica, aliada à falta de dados adequados, torna a medição de difícil realização para o Brasil. Ainda assim, o estudo de Medeiros e Castro[766] sobre os mais ricos do país a partir dos dados da Declaração de Imposto de Renda de Pessoa Física (DIRPF) fornece alguns elementos importantes para se pensar a questão. Primeiramente, dos rendimentos totais detidos pelo 1% mais rico da população em 2012: 15%, em média, referiam-se a rendimentos de "capital puro" (sendo 9% de ganhos e realização de capital, e 6% de aplicações financeiras e renda variável) e 24% correspondiam a lucros, dividendos e rendas de empresa; os rendimentos do trabalho (salários e aposentadorias, mas também de aluguéis) correspondendo a menos da metade do total declarado (46%). Além disso, comparando-se 2006 com 2012 é perceptível uma mudança na composição da renda desse grupo, com transferência de importância daquelas associadas ao trabalho (queda de 17%) em direção às do capital (aumento de 29% no peso de lucros e dividendos e de 6% no de aplicações financeiras)[767]. Consequentemente:

> Entre 2006 e 2012 cresceu a participação dos rendimentos de capital no topo da distribuição de renda. Esses rendimentos são extremamente concentrados: três quartos dos lucros e dividendos, três quartos das rendas de aplicações financeiras e quatro quintos de todos os ganhos de capital dos 10% mais ricos são apropriados pelo 1% mais rico. Essas frações expressam, aproximadamente, a concentração na população inteira [já que os outros 90% da população praticamente não possuem rendimentos de capital – I.L.][768].

761 Cf. PIKETTY, O capital no século XXI.
762 Cf. MEDEIROS, "O mundo é o lugar mais desigual do mundo".
763 Cf. MEDEIROS e SOUZA, "A estabilidade da desigualdade no Brasil entre 2006 e 2012", 22 (tabela 4).
764 Pelos estudos de Morgan no mesmo ano: 1% concentrava cerca de 28% e 10% concentravam cerca de 55% da renda total. Revela-se ainda que o crescimento da renda nos grupos mais ricos entre 2007 e 2015 foi negativo por efeito da crise de 2008 (alta volatilidade das rendas de capital).(Cf. MORGAN, "Falling Inequality beneath Extreme and Persistent Concentration", 55-6 (figuras 3 e 4).). Isso pode ser mais um indicador de financeirização dos rendimentos desses grupos.
765 Cf. MEDEIROS, "Distribuição da riqueza no Brasil", 8 (tabela 1).
766 Cf. MEDEIROS e CASTRO, "A Composição Da Renda No Topo Da Distribuição".
767 Cf. MEDEIROS e CASTRO, 590.
768 MEDEIROS e CASTRO, 577.

Em outro trabalho, Medeiros et al. revelam discrepâncias entre o índice de Gini (baseado em declarações de pesquisa domiciliar – a Pnad) e a DIRPF (cujos dados sobre a renda dos mais ricos se mostram mais acurados). Embora o primeiro aponte melhora na distribuição de renda durante os governos Lula – certamente em função da expressiva redução da miséria e da pobreza – a segunda revela ausência de desconcentração nos 10% mais ricos[769]. Em sua análise do Brasil no período 2001-2015, Morgan – orientando de Piketty – detecta o fenômeno do "*squeezed Middle*" [meio espremido], em referência aos estratos intermediários de renda[770] e vai mais longe na conclusão: a desigualdade nos 90% mais pobres diminuiu, porém a concentração no topo cresceu[771].

Tabela 11 - Composição do valor total declarado (IRPF), por categorias, segundo estratos da população adulta (+18 anos), Brasil, 2012

	10% mais ricos em 2006	**10% mais ricos em 2012**	**Subdivisão dos 10% (2012)**		
			90,0% a 94,9%	***95,0% a 98,9%***	***99,0% a 100%***
Trabalho predominante (1)	72%	65%	91%	75%	46%
Lucros, dividendos e rendas de empresa	10%	14%	3%	10%	24%
Capital puro	5%	9%	1%	6%	16%
Ganhos e realização de capital	1%	5%	0%	3%	9%
Aplicações financeiras e renda variável	3%	4%	1%	3%	6%
Diversos	12%	9%	5%	9%	15%
Proporção do estrato no valor total	-	-	20%	37%	43%
População (milhões)	-	14,0	7,0	5,6	1,4
Valor mínimo para pertencer ao estrato (R$ de 2012) (2)	-	-	29.993	57.583	203.066
Valor médio (R$ 2012)	-	-	45.931	108.913	511.130

Fonte: Medeiros (2018), a partir de dados da DIRPF 2012 (seleção de dados).
(1) Inclui aluguéis.
(2) Renda pessoal anual bruta.

De fato, se o contrário tivesse ocorrido, haveria uma contradição com o quadro apresentado nesta tese sobre a evolução da financeirização, que sugere no mínimo manutenção dos ganhos dos mais ricos. As medidas adotadas no período Lula em prol dos mais pobres, portanto, elevaram os rendimentos da base da pirâmide, reduzindo a desigualdade salarial, mas não a concentração de renda no topo. Este se beneficiou de forma crescente de rendas ligadas ao capital, que ao mesmo tempo reflete e é reflexo do estoque extremamente concentrado de riqueza no Brasil[772]. Em uma

769 Cf. MEDEIROS, SOUZA, e CASTRO, "O topo da distribuição de renda no Brasil", 27.

770 Os 40% entre os 50% de menor renda e os 10% superiores.
Algumas análises sobre os protestos de junho de 2013 e a perda de apoio do governo entre a classe média que se seguiu a isso enfatizam a questão do *squeezed Middle*, bem como dos limites à ascensão social que a chamada "nova classe média" (ou "nova classe trabalhadora") enfrentava. Ver, por exemplo, SINGER, O lulismo em crise, cap. 3.

771 Cf. MORGAN, "Falling Inequality beneath Extreme and Persistent Concentration", 19.

772 "A riqueza no Brasil é extremamente concentrada. Tudo indica que muito mais do que é a renda. E, ao que parece, essa concentração é relativamente estável" (MEDEIROS, "Distribuição da riqueza no Brasil", 19.). O Gini da

economia financeirizada, não surpreende, pois, a magnitude da parcela financeira desta: "uma parte grande da riqueza, cerca de 40%, consiste de imóveis. A parcela correspondente à riqueza financeira é a mesma, 40%"[773].

A evolução da distribuição funcional da renda[774] em prol do trabalho a partir de 2004[775] parece, assim, contradizer o quadro apresentado. Porém, embora a participação das remunerações (rendimentos relativos ao trabalho assalariado) no PIB tenha atingido seu ponto mais alto do período 1995-2009 neste ano final, em termos mundiais ela ainda pode ser considerada baixa. Em um ranking da OCDE de 2009 abarcando 37 países – entre eles México, Rússia, Índia e África do Sul –, o Brasil ficou na 29ª posição, com uma proporção de 43,6%, contra 60% dos primeiros colocados[776]. Além disso, se é verdade que a elevação relativa das remunerações reflete em boa medida o aumento do salário mínimo e do emprego, cabe salientar que não há ligação imediata entre distribuição funcional e pessoal da renda: embora haja forte relação entre ambas (e a financeirização tem aí seu papel[777]), a primeira pode tanto variar em favor do capital com redução concomitante da desigualdade pessoal[778], quanto variar em favor do trabalho com piora da desigualdade pessoal[779].

Em parte, isso se deve ao fato de que mesmo no 1% mais rico – no qual a concentração pessoal da renda é elevada – quase metade da renda provém daquilo que é contabilizado como oriundo do trabalho (ver Tabela 11). Por outro lado, os 10% mais ricos possuem algum rendimento de capital. Especificamente sobre os rendimentos financeiros, sua participação ao longo da distribuição de renda é crescente: em 2012, a proporção de ganhos com aplicações financeiras e renda variável no total da renda declarada era de 1% na faixa dos 10% a 5% mais ricos, e de 6% no 1% mais rico[780]. Essas são mais evidências do caráter híbrido das fontes de renda dos indivíduos,

propriedade da terra medido pelo Censo Agropecuário corrobora essa afirmação, permanecendo em torno de 0,85 pelo menos desde 1996, até 2006 (Cf. HOFFMANN e NEY, "Estrutura fundiária e propriedade agrícola no Brasil", p.7).

773 MEDEIROS, 14.

774 O termo "refere-se à repartição da renda gerada no processo produtivo pelos fatores utilizados na produção. O termo funcional na expressão indica que a repartição da renda é realizada levando-se em conta a função desempenhada pelos agentes econômicos no processo produtivo. Definem-se assim as participações dos rendimentos do trabalho e do capital na renda gerada pela economia" (HALLAK NETO e SABOIA, "Distribuição funcional da renda no Brasil", 484.).

775 Até 2009 (Cf. MARQUETTI, HOFF, e MIEBACH, "Lucratividade e Distribuição"; Cf. HALLAK NETO e SABOIA, "Distribuição funcional da renda no Brasil"; Cf. BASTOS, "TD 1702 - Distribuição Funcional da Renda no Brasil"; Cf. CONSIDERA e PESSOA, "A distribuição funcional da renda no Brasil no período 1959-2009".).

776 Cf. HALLAK NETO e SABOIA, "Distribuição funcional da renda no Brasil", 492.

777 "Para que a melhoria na distribuição pessoal da renda se acelere, é necessário que a renda do capital se reduza; e, para que isso ocorra, é essencial que (…) se possa promover, nos próximos anos, forte queda dos juros, o que teria impactos sobre a remuneração do capital. A queda dos juros promoveria a aceleração do processo de acumulação de capital no setor produtivo reduzindo a sua remuneração" (CONSIDERA e PESSOA, "A distribuição funcional da renda no Brasil no período 1959-2009", 504.).

778 BASTOS, "TD 1702 - Distribuição Funcional da Renda no Brasil", 38.

779 Cf. HALLAK NETO e SABOIA, "Distribuição funcional da renda no Brasil", 486.

780 Cf. MEDEIROS e CASTRO, "A Composição Da Renda No Topo Da Distribuição", 589.

levando ao *quid pro quo* ideológico, e conceitual, que faz de de certos rentistas, 'trabalhadores', e de alguns trabalhadores, 'rentistas' (como discutido no Capítulo 5 a respeito dos participantes de fundos de pensão).

Apenas uma análise de dados desagregados forneceria um quadro mais claro sobre esse ponto. De toda forma, seria possível terminar esta seção arriscando uma quantificação dessas "situações contraditórias de classe" [*contradictory class locations*], como nomeou Erik Olin Wright[781]. O autor empregou o termo em suas tentativas de dar conta de contradições específicas de certas situações, como, por exemplo, a de indivíduos ocupando posições com poder de mando (gerentes, supervisores, etc.), na medida em que são trabalhadores, porém desempenham funções ligadas ao capitalista. O esquema de classe então construído levava em consideração diferentes variáveis e foi adaptado ao longo do tempo conforme as críticas que recebeu, a fim de permitir uma descrição empírica mais acurada da realidade dos EUA. Porém, chama atenção para o fato de que o elemento gerador das situações contraditórias na discussão aqui realizada – o tipo de rendimento recebido – não foi diretamente trabalhado por Wright na época (até porque em 1978, quando o livro citado foi publicado, a financeirização estava no seu início). Embora a questão da separação entre propriedade econômica e controle sobre o processo de produção não esteja ausente, não se discute propriamente o impacto de certos trabalhadores auferirem rendas de capital, nem a contradição específica em termos político-ideológicos decorrente disso.

O termo 'situações contraditórias de classe' é usado aqui, portanto, de modo menos ambicioso do que em seu projeto original e visa enfatizar essa variável (concernente à financeirização) no complexo esforço de compreensão da estrutura de classes. Nesse sentido, a partir das fontes de renda indicadas na tabela de Medeiros e Castro[782], sugere-se que aproximadamente 90% da população brasileira seria composta de 'exclusivamente' trabalhadores, enquanto o 0,1% do topo corresponderia aos 'exclusivamente' capitalistas, com nenhum (ou muito pouco[783]) peso de remuneração advinda do trabalho, e obtendo ganhos elevados com aplicações financeiras e renda variável em relação ao resto da distribuição de renda. Entre essas duas posições polares, haveria outras duas que se encaixariam nas "situações contraditórias de classe": os cerca de 9% de 'predominantemente' trabalhadores posicionados logo acima dos 90% mais pobres, por

781 Cf. WRIGHT, Classe, crise e o estado, cap. 2.

782 Cf. MEDEIROS e CASTRO, "A Composição Da Renda No Topo Da Distribuição", 588 (tabela 2).

783 Cabe uma ressalva quanto a isso. Os ocupantes de cargos superiores de grandes empresas (presidentes, diretores, etc.) recebem elevadas remunerações que, em boa parte, são contabilizadas pelas estatísticas como renda do trabalho. Assim, mesmo no topo da distribuição, é possível encontrar este tipo de renda e, possivelmente, com um peso não desprezível em alguns casos. No entanto, é preciso esclarecer que em termos teóricos essa classificação é questionável por ser ideológica. Marx considerava o que ele chamou de "salário de superintendência"/"de direção" (MARX, O capital, Livro III, vol. IV, cap. 23.) como uma fração da mais-valia paga pelo capitalista a um gerente para administrar o processo de exploração do trabalho em seu lugar, e não como salário propriamente dito (capital variável). O autor deixava claro, assim, que apesar de esses dois tipos de remuneração aparecerem sob a mesma forma, sua natureza é muito diferente.

possuírem algum ganho proveniente de rendas de capital, ainda que inferior ao do trabalho; e o 0,9% seguinte (cerca de 1,26 milhão de pessoas em 2012) de 'predominantemente' capitalistas, dado que a maior parte da renda é proveniente do capital, mas ainda com rendimentos significativos do trabalho.

No final dos anos 1980, Wright menciona brevemente a questão dos altos executivos (que são empregados, por um lado, mas se tornam acionistas da empresa em que trabalham, por outro) e, de modo mais geral, dos trabalhadores com salários suficientemente elevados para serem capazes de criar poupanças e realizar investimentos financeiros[784]. A posição do autor, porém, é pouco conclusiva: na maioria destes casos, "tais investimentos são triviais e apenas marginalmente conformam os interesses materiais do indivíduo", embora, especialmente para gerentes e profissionais qualificados, "a possibilidade de converter a renda excedente em capital pode se tornar uma parte significativa da sua situação de classe"[785].

No contexto brasileiro de alta concentração de renda, como mencionado, apenas no 1% mais rico há um equilíbrio entre os rendimentos do trabalho e do capital, configurando uma contradição objetiva mais acirrada de interesses. De todo modo, restaria averiguar empiricamente como cada situação objetiva – sobretudo dos 'predominantemente' trabalhadores e dos 'predominantemente' capitalistas – articula-se com a consciência e a prática dos indivíduos. Por exemplo, em que medida trabalhadores autônomos de renda mais alta ou assalariados de escalão mais elevado das empresas – cujo rendimento principal ainda seja provindo do trabalho – identificam-se com a condição de 'trabalhadores' ou de 'capitalistas'? Ou, como abordado no Capítulo 5, até que ponto trabalhadores participantes de fundos de pensão adquirirem interesses 'capitalistas'.

Embora essa investigação esteja fora das possibilidades deste trabalho, voltar-se-á a elementos relativos a essa questão (e a outras abordadas neste capítulo) nas Considerações Finais, a fim de contribuir para a análise dos anos Lula no Brasil.

784 A inovação pode ser resumida do seguinte modo: "Profissionais qualificados que acumulam poupança e investimentos significativos passam a compartilhar interesses materiais com os capitalistas. Na minha análise inicial da estrutura de classes, gerentes eram caracterizados como 'simultaneamente capitalistas e trabalhadores', pois ocupavam postos nos quais eram dominados por capitalistas enquanto, ao mesmo tempo, dominavam trabalhadores. O novo tipo de situação contraditória que agora examinamos pode também ser considerado como estando simultaneamente na classe capitalista e na classe trabalhadora, mas nesse caso a dualidade da situação de classe se deve a simultaneamente possuir propriedade capitalista e vender a força de trabalho" (WRIGHT, The Debate on Classes, 333.)

785 WRIGHT, 325.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A profusão de questões (e paixões) suscitada pelos governos Lula gerou muito debate acerca do Brasil da primeira década do século XXI. Acontecimentos marcantes dos anos 2010 levaram, por sua vez, à modificação de certas discussões, tornando algumas mais relevantes, outras menos, como mencionado na Introdução. Acima de tudo, se o recrudescimento do neoliberalismo deixou claro que os governos petistas não poderiam ser taxados de neoliberais 'sem mais', afinal como defini-los e avaliar seu significado? Quais classes ou frações de classe se beneficiaram ou perderam? Que país saiu dessa experiência? O presente trabalho almejou contribuir para essa compreensão no que concerne à financeirização e às questões que ela suscita. Um dos objetivos era, portanto, fornecer um panorama mais integrado de diferentes elementos do processo de financeirização no Brasil e de seus impactos, já que a maior parte dos trabalhos foca-se em um ou outro aspecto. Apoiando-se nesse tipo de estudo e trazendo contribuições adicionais, buscou-se também dialogar com diferentes análises sobre o período.

Assim, a Parte I foi dedicada, primeiramente, a expor a concepção de financeirização aqui utilizada, seus aspectos centrais e como ela se insere na discussão sobre a configuração recente do capitalismo e da mundialização. Ao lado de conceitos como "neoliberalismo" e "imperialismo", aos quais está intimamente relacionada, a financeirização é essencial para compor o quadro de transformações político-econômicas do sistema-mundo, sem o qual a análise do Brasil ficaria incompleta, se não impossível. Questões geopolíticas e de subordinação dos países periféricos; mudanças na atuação do Estado, no mundo do trabalho e na forma de reprodução/acumulação do capital; redistribuição concentradora da riqueza; crises mais constantes; e, é claro, aumento do poder financeiro são algumas das dimensões da mundialização financeira atualmente em curso. A cronologia desse processo revelou, por sua vez, como ele se constituiu e se aprofundou, e que o Brasil não representa uma singularidade, na medida em que se inseriu no movimento mais amplo de incorporação de países periféricos.

Por outro lado, as considerações sobre a dinâmica e a trajetória da América Latina, além de contextualizarem o caso brasileiro, deixaram claro importantes particularidades deste: o Brasil figura como a maior economia, praça financeira e recebedor de Investimentos Estrangeiros Diretos da região (e um dos maiores do mundo nos mesmos quesitos). Somando-se o fato de que ele está igualmente entre os campeões mundiais de taxas de juros reais e de desigualdade de renda, e de que possui um sistema bancário privado forte e poderoso (contando com instituições nacionais de grande importância), fica claro que a opção por estudá-lo não se deveu somente a fatores

‘exógenos’, ainda que absolutamente pertinentes (um trabalho realizado por um pesquisador brasileiro em uma instituição brasileira, apoiado por recursos públicos). Tratou-se, sem dúvida, de um objeto de investigação plenamente justificado por razões teóricas e cuja análise contribui para elucidar a dinâmica econômica e política atravessada pelo país nas últimas décadas.

Na Parte II, passou-se ao estudo de como o processo de financeirização se desenvolveu no Brasil durante os anos Lula. Iniciado nos anos 1980 devido à inflação elevada e impulsionado nos anos 1990 em razão da abertura financeira implementada em consonância com o receituário neoliberal (que inseriu o país na mundialização financeira), ele se aprofundou ao longo dos anos 2000. A bolsa de valores completou nesse período o seu movimento de centralização – que foi acompanhado pelo *boom* do mercado acionário e de derivativos, bem como pela elevação da participação dos investidores institucionais e de estrangeiros (atestada pelo rápido aumento do estoque de Investimento Estrangeiro em Carteira). Criou-se também a classificação das empresas listadas por nível de respeito à governança corporativa, fortalecendo a penetração desta no ambiente empresarial brasileiro. Igualmente dignos de nota são o movimento de concentração das ações na bolsa (diminuição da quantidade de empresas, apesar do aumento do volume negociado) e o peso elevado de bancos entre as principais empresas cotadas.

Os dados apresentados confirmam que os bancos, ‘velhos’ agentes financeiros, seguem sendo dominantes no Brasil. O setor tornou-se ‘menos estatal’, na medida em que as instituições públicas tiveram seu peso reduzido durante os anos 2000, embora estas sejam importantes para a consecução de certas políticas e para sustentar a concessão de crédito (tendo sido utilizadas para tanto pelos governos Lula). Além disso, diferentemente do movimento ocorrido em países centrais, os investidores institucionais não rivalizaram propriamente com os bancos (em relação à captação da poupança de famílias e empresas), uma vez que aqui estes expandiram seu alcance ao se constituírem em conglomerados. Eles são os principais administradores de fundos de investimentos e de fundos abertos de previdência complementar, e também atuam fortemente no ramo de seguros. Mesmo as entidades fechadas de previdência complementar (os fundos de pensão) tenderam a terceirizar boa parte da gestão de suas carteiras através de fundos de investimentos, ampliando a influência dos bancos sobre esses recursos.

A dominância dos bancos não significa, porém, que o setor não se movimente: apesar da oligopolização (para a qual a crise de 2008 contribuiu) e das altas taxas de juros praticadas há mais de duas décadas – o que garante retornos elevados sem a necessidade de assumir muitos riscos –, tem havido alguma diversificação de atuação, como no caso emblemático dos investimentos do Itaú no setor industrial. Da mesma forma, quando sinais de ameaça despontam, há reações, como a do Itaú ao comprar praticamente metade da XP Investimentos (a maior corretora independente do

país). Por outro lado, mostrou-se que a concessão de crédito, sobretudo pelas instituições privadas, ainda é relativamente baixa, que o *spread* é um dos mais elevados do mundo e que as taxas de serviços tiveram sua participação ampliada na receita total.

Embora sem ter ameaçado seriamente a posição dos bancos, os 'novos' agentes financeiros ganharam relevância e passaram a controlar um volume muito maior de ativos no Brasil, aumentando o peso das atividades financeiras na economia. A análise se concentrou nos fundos de investimento e de pensão por serem os principais investidores institucionais. Contudo, cabe observar que algumas modalidades recentes de centralização de riqueza na forma monetária, ainda pouco expressivas economicamente, apontam para processos que podem se tornar cada vez mais importantes. É o caso citado, por exemplo, dos fundos patrimoniais, cuja forma de financiar museus, universidades, etc. pode representar um novo flanco de expansão da financeirização no país[786].

Os fundos de investimento brasileiros tiveram sua regulamentação atualizada diversas vezes e se beneficiaram da migração de recursos provenientes de aplicação direta em ações e na poupança, bem como ampliaram sua diversificação. Também aumentarem em quantidade e elevaram seu peso no total mundial de ativos sob controle de fundos de investimento. Por outro lado, o grau de internacionalização é relativamente baixo – tanto em termos de alocações no exterior como de investimentos de estrangeiros nos fundos domésticos –, de modo que a integração das operações do mercado financeiro brasileiro com o resto do mundo tampouco é expressiva; o que não se reflete, como foi visto, em baixa vulnerabilidade externa, ao contrário. E, diferentemente de países centrais (sobretudo EUA), há forte predomínio de títulos públicos nas carteiras dos fundos brasileiros e um percentual baixo de investidores de varejo em relação aos institucionais.

Quanto aos fundos de previdência privada complementar, uma grande quantidade de órgãos e entidades passaram a atuar sobre o setor desde o início de década de 2000, bem como implementaram-se políticas e medidas regulatórias e legislativas que os estimularam. Os recursos das entidades abertas (que se assemelham a fundos de investimento e são em grande parte administradas por bancos) são alocados majoritariamente em renda fixa – ou seja, fundamentalmente em títulos da dívida pública. Eles aumentaram exponencialmente no período e ameaçam ultrapassar as entidades fechadas em breve. Embora estas tenham igualmente elevado expressivamente os ativos sob seu controle, sua quantidade teve aumento modesto, revelando uma eficácia limitada da política governamental de estímulo à constituição de novas entidades fechadas. Além disso, houve aumento da terceirização da gestão via fundos de investimentos e manutenção da concentração do setor, com claro predomínio das três maiores – todas patrocinadas por estatais,

786 Medidas muito recentes do atual governo apontam nesse sentido (Cf. "Bolsonaro sanciona lei que permite criação de fundos patrimoniais".)

logo, com influência significativa do governo federal. Estas investem menos em títulos da dívida, e mais em renda variável e “outros”, do que a média das entidades fechadas. Isso se deve tanto à necessidade de obtenção de maiores retornos devido à grande quantidade de planos com benefícios definidos como a certo direcionamento dos investimentos segundo interesses do governo (ex. em infraestrutura ou desenvolvimento de certos setores). Ainda assim, o perfil é relativamente conservador.

Uma característica importante dos fundos de pensão é que eles normalmente possuem uma participação expressiva dos sindicatos em sua administração. Mostrou-se que isso suscitou uma discussão sobre a “moralização” do capitalismo brasileiro, ou seja, sobre a introdução da pautas sociais e éticas na administração das empresas e do uso da política de investimentos como forma de instigar o desenvolvimento do país. A conclusão foi de que, embora alguns fundos de pensão (aqueles patrocinados por estatais) até tenham sido usados para alguns fins ‘desenvolvimentistas’ e mesmo ‘sustentáveis’, de modo geral seu poder de moldar o capitalismo doméstico e, principalmente, de introduzir uma gestão ética nas empresas é muito limitado. Como foi revelado, não só o investimento em títulos da dívida pública no geral é elevado, como os fundos de pensão raramente se tornam majoritários no controle das empresas. Mesmo quando isso ocorre, o desempenho das controladas chaga a ser melhor do que as demais, denotando que a lógica da maximização do lucro continua sendo preponderante.

Um dos principais efeitos, porém, desse “nó dos fundos de pensão” (como denominou Grün) é a ocorrência do que se chamou aqui, a partir do termo de Wright, de “situações contraditórias de classe”: uma fração dos trabalhadores – com rendimentos mais elevados e que possuem aposentadoria privada complementar em entidades abertas ou fechadas (aos quais se somam os que recebem outras formas de rendimento do capital) – encontra-se enredada em uma contradição entre a condição de trabalhador e de capitalista no que se refere à natureza da fonte de seus rendimentos. Algo semelhante ocorre com a elite sindical que participa dos conselhos gestores dos fundos de pensão, embora a questão não seja apenas referente às fontes do rendimento, mas à atuação política direta.

No primeiro caso, viu-se que aproximadamente 10% da população brasileira possui algum tipo de rendimento do capital, embora apenas cerca de 1% se enquadre de modo mais agudo na situação contraditória (tendo cerca de metade dos rendimentos provindos do trabalho e metade, dos ganhos relativos ao capital). A contradição de interesses pode ser aí mais ou menos aparente e mais ou menos sentida pelos indivíduos, de modo que os efeitos ideológicos e políticos precisariam ser investigados mais a fundo. Como uma tentativa preliminar de ilustrar a questão, pode-se aludir às últimas eleições presidenciais, na qual Jair Bolsonaro, com seu programa de medidas contra os

trabalhadores, obteve votação acima da média e de primeira hora nos estratos de maior renda. A depender da pesquisa, essa sobrerrepresentação se fazia notar entre os eleitores com renda acima de cinco ou dez salários mínimos. Em que pese a decisão do voto ser um fenômeno complexo, esse fato sugere um possível predomínio da mentalidade 'capitalista' sobre a de 'trabalhador' em uma parcela da população que ainda possui rendimentos do trabalho bem mais expressivos do que aqueles provindos do capital.

No segundo caso, dos sindicalistas, a contradição é vivida mais diretamente, no trânsito entre a militância em defesa dos interesses dos trabalhadores e a elaboração e implementação das metas capitalistas nas reuniões do conselho dos fundos ou das empresas controladas. Como mostrou Maria Jardim, nesse movimento operam complexos processos de "reconversão" ideológica e de deslocamentos semânticos que permitem manter uma mínima coerência subjetiva. Ainda assim, o que se constata é que os fundos de pensão, mesmo os ligados às estatais, tornaram-se sócios do capitalismo brasileiro, sem no entanto chegar perto de controlá-lo, beneficiando-se do rentismo sobre a dívida pública, do lucro das empresas (e de seus expedientes para ampliá-lo) e até de movimentos especulativos na bolsa. Quanto aos trabalhadores, cabe a uma pequena fração superior colher os resultados (incertos) da valorização financeira de suas poupanças à custa de toda a classe – e, em certa medida, de si próprios.

No Capítulo 6, mostrou-se como o processo de financeirização impactou as empresas, alterando sua organização e forma de gestão. Desde os anos 1980, devido à alta inflação, elas tiveram que se adaptar adotando uma postura mais defensiva – reduzindo o investimento produtivo e ampliando a aplicação em ativos financeiros indexados. Nos anos 1990, com o controle da inflação e as altas taxas de juros, a estratégia mudou em benefício dos títulos de renda fixa, sobretudo da dívida pública federal. Elevaram-se também as operações com derivativos. Além disso, em função da penetração do neoliberalismo no Brasil, a governança corporativa ganha destaque e se instala progressivamente nas empresas de grande porte. Trata-se da materialização do poder financeiro no seio das empresas e, portanto, de mais um indício do aprofundamento da financeirização – agora no âmbito de um país integrado a uma mundialização nela baseada. A governança corporativa também serviu de instrumento de reforço da legitimidade das finanças na sociedade, especialmente na classe capitalista, mas também na elite sindical ligada aos fundos de pensão (sobretudo na década seguinte).

Nos anos 2000, dada a manutenção dos juros altos, o processo de financeirização das empresas continuou, com todas as suas implicações: elevação do autofinanciamento, da posse de ativos financeiros e dos recursos dirigidos à recompra de ações por parte das empresas, e, sobretudo, debilidade das taxas de investimento produtivo. Nota-se, assim, a diminuição da

importância do financiamento via mercado acionário, o que não significa uma retração deste, já que as operações no mercado secundário se elevaram. Além disso, houve aumento da distribuição de dividendos e melhora de índices de desempenho financeiro das empresas, como o ROE e o ROA, indicando favorecimento dos interesses dos acionistas; e, consequentemente, redução do percentual do valor adicionado apropriado pelos trabalhadores (ou seja, aumento da extração de mais-valia).

Por outro lado, em relação aos países centrais, sobretudo anglo-saxônicos, o grau de financeirização das empresas no Brasil foi menor – o que se explica, em parte, pelo nosso modelo periférico e pela nossa estrutura social. A aplicação da governança corporativa, por exemplo, ainda era menos efetiva em alguns aspectos (apesar dos estímulos governamentais), como em relação ao direito à informação e à concentração da propriedade. O nível desta permanecia elevado nos anos 2000, com muitas famílias no controle de empresas, e a baixa emissão de ações com direito a voto colocavam (e ainda colocam) as grandes, como a Petrobras, fora da classificação mais alta da bolsa em termos de governança corporativa. Mesmo assim, constatou-se que as empresas mais enquadradas (nível Novo Mercado e N2) tendem a ter a propriedade menos concentrada e a distribuir dividendos acima do mínimo exigido pela lei.

Uma vez estabelecidos esses aspectos fundamentais da financeirização no Brasil, passou-se, na Parte III, ao exame da influência mais direta que os governos Lula tiveram sobre a evolução desse processo, complementando o panorama. Embora alguns apontamentos tenham sido adiantados nos capítulos anteriores, foram analisadas, primeiramente, a legislação e regulamentação implementadas. A premissa é que as mudanças realizadas a esse respeito revelam as concepções dominantes ou as pressões às quais o governo teve que ceder, levando em conta que este se constitui na síntese das forças capazes de direcionar a atuação do Estado em dado momento (não se resumindo, portanto, à figura do presidente ou de seu partido). Assim, uma vez que está fora do escopo deste trabalho investigar em que medida cada mudança legislativa ou regulatória foi implementada por iniciativa e concordância da cúpula do governo, ou se por constrangimentos e pressões mais amplos, o foco recaiu sobre os efeitos que elas tiveram ou claramente visavam ter.

Foram duas, assim, as conclusões a esse respeito. Primeiro, que a estrutura fundamental para a instalação e desenvolvimento da financeirização foi consolidada antes da chegada de Lula ao poder, durante os governos de FHC. Desse modo, o governo que assumiu em 2003 lidou, por exemplo, com um país já liberalizado financeiramente; com um regime de previdência do setor privado reformado e uma previdência complementar regulamentada; e com a herança de uma política econômica neoliberal ortodoxa, a saber: juros altos para controle da inflação, câmbio flutuante com tendência de apreciação e rigor fiscal para produção de superavit primário. A segunda conclusão é que os governos Lula tomaram medidas adicionais que estimularam a financeirização,

reforçando os processos descritos nos capítulos anteriores. Em alguns casos, elas tinham o objetivo explícito de favorecer o setor financeiro ou incentivar o recurso aos fundos de investimento e às entidades de previdência privada complementar, por exemplo. Nesse sentido, tratou-se de governos contraditórios – sobretudo ao se levar em conta sua atuação em outras áreas –, mas que, de fato, não somente não reverteram o quadro herdado em termos de legislação e regulamentação como o aprofundaram em alguns aspectos.

Por fim, o capítulo dedicado à política econômica praticada e a estabelecer a economia política resultante reforçou a constatação de que, por um lado, as bases do desenvolvimento da financeirização e da hegemonia financeira no Brasil nos moldes atuais foram assentadas no período FHC e de que, por outro, as medidas adotadas durante os governos Lula contribuíram para o aprofundamento desse quadro – a despeito de melhoras de indicadores sociais e de movimentos no sentido inverso ao do neoliberalismo em outras áreas, tais como, uma política externa menos dócil ao imperialismo estadunidense, valorização real do salário mínimo, aumento dos investimentos públicos, políticas industriais, etc.

Apesar da diferença apontada entre os dois mandatos – o primeiro mais "defensivo", premido pelo discurso do estado de emergência econômico, e o segundo mais "ofensivo" em termos de políticas "neodesenvolvimentistas" (termo usado por Boito Jr.) – a política econômica ortodoxa foi mantida, beneficiando prioritariamente a fração bancário-financeira da classe capitalista e criando obstáculos à reversão da desindustrialização ocorrida ao longo das últimas décadas. Outro resultado foram os vultosos gastos com o pagamento de juros da dívida pública, sem que se conseguisse evitar o aumento do principal. As políticas de inserção bancária dos mais pobres, conjugadas com o aumento do crédito pessoal, apesar de favorecerem o consumo das famílias, levaram à expansão da expropriação financeira devido às taxas de juros elevadas – também contribuindo para a financeirização e para a intensificação do rentismo (já que o endividamento se torna uma constante).

Tendências históricas do país, como as perdas internacionais (renda líquida enviada ao exterior) e a vulnerabilidade externa tampouco foram revertidas, apesar das tentativas em sentido contrário. Esta continuou se ampliando com a elevação do passivo externo; aquela diminuiu em proporção do PIB ao longo dos anos, mas aumentou em volume (em dólares). A forma de submissão ao imperialismo se alterou, na medida em que a remessa de lucros e dividendos ao exterior supera a de juros a partir de 2006. Outras consequências se fizeram sentir e foram apontadas anteriormente, mas, como resultado geral, pode-se afirmar que houve elevação dos índices de financeirização da economia brasileira e conservação, se não aumento, da concentração de renda e da riqueza no topo da pirâmide (apesar de redução da desigualdade salarial pela elevação

da base). Os mecanismos de reprodução da péssima distribuição de renda existentes não foram, assim, desmontados.

Alguns outros aspectos associados à financeirização no Brasil não puderam ser abordados em profundidade, mas têm sido tratados em diversos trabalhos. No que concerne à acumulação por espoliação via penetração do capital de aplicação financeira (nacional e internacional) no território, por exemplo, citou-se o trabalho de Raquel Rolnik – que traz estudos de caso em todo o mundo e, é claro, no Brasil sobre processos de gentrificação (Porto Maravilha no Rio de Janeiro), financeirização da moradia (Programa Minha Casa Minha Vida), etc.); assim como o de Mariana Fix sobre a cidade de São Paulo (transformação da paisagem, formação do eixo financeiro Faria Lima-Berrini). Vitor Schincariol[787] realizou um breve balanço da questão socioambiental, tecendo relações com a atuação dos grandes conglomerados oligopolistas. Os trabalhos de Lena Lavinas, por sua vez, aprofundam-se na questão da financeirização das políticas sociais. Em se tratando sobretudo da saúde e da educação, "o período 2003–2016 ocultou o aprofundamento do processo de delegação, ao setor financeiro, de serviços tradicionalmente prestados pelo Estado no campo da proteção social. E mostra que a financeirização ganha escala e escopo ao alcançar a esfera da reprodução social"[788].

Apenas para mencionar questões ainda mais recentes, o espraiamento das formas 'uberizadas' de negócio/trabalho – ou seja, dessa forma de exploração através das tecnologias de ponta – têm suscitado debates sobre a entrada do Brasil na era do que alguns autores chamaram de "capitalismo de plataforma", na qual "novas tecnologias, novas formas organizacionais, novos modos de exploração, novos tipos de trabalho e novos mercados emergem, criando um novo modo de acumular capital"[789]. O debate de como caracterizar essas formas de exploração está em aberto: seria um tipo de rentismo, através das punções sobre as atividades de cada usuário do aplicativo, ou de uma relação de trabalho hiperprecarizada? Em todo caso, a lógica financeira está fortemente presente nessas formas de empreendimento capitalista.

'Inovações' financeiras de toda sorte também não param de surgir, impulsionadas pelas "fintechs" (startups voltadas para a criação de 'soluções' financeiras). Além disso, a 'sociedade do risco' em que vivemos, somada ao cenário de crise, deu origem, por exemplo, ao seguro contra desemprego, que paga as prestações de financiamentos em caso de perda do emprego – ou seja, paga-se regularmente a uma seguradora devido ao risco de se perder renda e não poder mais pagar as dívidas contraídas. Outra novidade que chama a atenção: depois do Microempreendedor Individual, agora é a vez do 'banqueiro individual' (Empresa Simples de Crédito). Uma lei

787 Cf. SCHINCARIOL, Crescimento econômico no Brasil - 2003-2010.
788 LAVINAS e GENTIL, "Brasil anos 2000", 195.
789 SRNICEK e DE SUTTER, Platform capitalism, 36.

aprovada pelo Congresso em 2019 legalizou operações de empréstimo entre cidadãos comuns, com taxa de juros sem regulação direta pelo Banco Central.

O agronegócio tem igualmente se entrelaçado de novas maneiras com o capital de aplicação financeira, em um processo semelhante ao das empresas industriais, mas também se destacando no setor de startups (as "AgTech"). Um relatório de 2016 mapeou ao todo 209 delas ligadas ao setor, apoiadas por "aceleradoras"[790] e altamente concentradas em São Paulo. Muitos fundos de investimento têm sido atraídos para esse ramo (inclusive estrangeiros[791]), e a participação da Monsanto na Brasil Aceleradora de Startups (BR Startups), um fundo idealizado pela Microsoft contando com R$200 milhões em 2016[792], dá a dimensão da questão.

Em suma, os governos Lula tiveram, através de políticas e legislação implementadas, uma contribuição importante na preservação e no estímulo da financeirização (que continuou se desenvolvendo no período seguinte). Houve, assim, a permanência da preponderância financeira – certamente em termos econômicos, mas também políticos (apesar de fases diferentes). Não obstante, o que foi exposto na Parte I e no início dos Capítulos 7 e 8 deixa igualmente claro os poderosos condicionantes externos e internos à atuação do Estado. De um lado, não se pode negligenciar o contexto global de dominância financeira, nem a posição subordinada do Brasil no sistema-mundo, que deixam o país suscetível às pressões imperialistas, sobretudo do capital de aplicação financeira internacional. De outro lado, dinâmicas eminentemente internas, como a inflação elevada dos anos 1980 e início dos anos 1990, a adesão ao Consenso de Washington nos governos dos anos 1990 e a necessidade de apoio político de frações da classe capitalista (cujo caráter é historicamente predatório e pouco afeito ao nacionalismo), forjaram um cenário político-econômico propício ao rentismo e à financeirização. Mesmo se houvesse o firme propósito por parte do governo de se opor a isso, politicamente a reversão das medidas tomadas anteriormente seria muito mais difícil do que simplesmente não as ter implementado. No entanto, somente um exercício de história contrafactual pouco proveitoso poderia sugerir quais teriam sido os caminhos do Brasil caso Lula tivesse bancado esse enfrentamento a partir de 2003 ou ganhado as eleições de 1989, por exemplo.

Um misto, portanto, de condicionantes internos e externos e de pragmatismo e conversão ideológica de alguns integrantes do governo contribui para explicar os rumos trilhados. Uma análise mais ampla dos governos Lula revela, por outro lado, que também havia forças sociais pressionando

790 "A 'Startup Farm' residente em São Paulo, por exemplo, se destaca como a maior e mais experiente aceleradora. Em seu portfólio constam mais de 250 startups que operam em mais de 110 países, além de US$ 100 milhões de investimentos captados. Nos programas de aceleração de 2016, startups de treze estados brasileiros, incluindo o Distrito Federal, e de outros seis países foram selecionadas" (Cf. LEMOS, "Ecossistema de startups agtech no Brasil", 18.)

791 Ver, por exemplo: "Árabes estão de olho no agronegócio brasileiro".

792 Cf. "AgTech, a nova fronteira do agronegócio".

no sentido contrário, visando pelo menos mitigar os efeitos do neoliberalismo e procurando melhorar a distribuição de renda e estimular a industrialização e o 'desenvolvimento' do país. As contradições resultantes foram objeto de intenso debate ao longo dos dois mandatos e depois. Nesse sentido, outro objetivo deste trabalho era o de realizar uma reflexão que se beneficiasse da distância dos anos e do conhecimento dos desdobramentos posteriores a 2010 a fim de (re)interpretar alguns aspectos do período Lula atinentes ao tema e avançar alguns comentários relacionados ao governo Dilma. É o que se fará mais detidamente a seguir.

No Capítulo 8, deram-se alguns exemplos da controvérsia em torno da caracterização do período Lula, ocorrida durante ou imediatamente após este. Por um lado, Braga e Bianchi (em 2005) identificaram, ainda que de forma crítica, uma descontinuidade entre o neoliberalismo dos anos 1990 e os governos Lula, definindo sua atuação como "social liberal". Adotando uma visão mais positiva, embora com críticas à questão cambial, Bresser-Pereira (em 2013) enxergou a tentativa de implementação de um "novo desenvolvimentismo socialdemocrático" – devido a certa intervenção moderada na economia e uma política econômica e social ativas. André Singer (em 2009), por sua vez, cunhou o termo "lulismo" para explicar o apoio do subproletariado ao governo e como este se afastou, até certo ponto, do neoliberalismo sem confrontar diretamente os interesses econômicos das classes dominantes.

Por outro lado, Reinaldo Gonçalves (em 2011) enxergou no período Lula a ocorrência de um "nacional-desenvolvimentismo às avessas" devido à manutenção de um "Modelo Liberal Periférico", por exemplo. Na mesma época, Eduardo Pinto defendia que o apoio do subproletariado obtido por Lula – cujo eixo terio sido o Programa Bolsa Família – completou o processo de legitimação das finanças. Ter-se-ia, assim, aberto espaço para a transformação da hegemonia "restrita" (ao bloco do poder) da fração bancário-financeira em "ampla" (para o resto da sociedade). Em apoio a essa tese, o autor invoca a questão da "hegemonia às avessas" apresentada por Francisco de Oliveira[793], que, tomando de empréstimo o termo "hegemonia" de Gramsci (não de Poulantzas), trabalha apenas com as noções de "dominantes" e "dominados", e não de "frações de classe" e "bloco no poder".

Dessa forma, para se afirmar a existência de uma hegemonia ampla da fração bancário-financeira, é necessária uma mediação ao argumento de Pinto que carece ser provada. De fato, o apoio popular desfrutado pelo governo cuja história e discurso situavam-se à esquerda permitiu sustentar a continuidade da dominação financeira, em que pese outras frações da classe capitalista terem melhorado sua posição no bloco no poder e avanços sociais terem ocorrido. Contudo, embora

793 Cf. OLIVEIRA, "Hegemonia às avessas". Nesse texto, o autor defende que, no governo Lula, os interesses dos dominantes foram implementados sob a roupagem de uma hegemonia popular/dos trabalhadores, da "direção moral" dos dominados – donde a ideia de uma "hegemonia às avessas".

o discurso financeiro já houvesse hegemonizado a classe capitalista em geral, como argumentou Grün, é preciso provar[794] que o subproletariado também aderiu a ele – em vez de ter apoiado o governo por motivos que não se ligam a isso.

Ao se debater a hegemonia financeira é preciso, assim, distinguir dois processos que Pinto parece confundir (assim como outros autores). De um lado, a valorização do salário mínimo, o Bolsa Família e outros programas sociais forjaram a adesão do subproletariado ao governo, transformando-o 'sub-repticiamente' em uma fração de classe "de apoio" (termo de Poulantzas) ao bloco no poder como um todo. Sob esse ponto de vista, a hegemonia financeira restrita se conserva (e talvez se reforce), mas não necessariamente caminha na direção de se tornar ampla: não há nexo entre o subproletariado dar suporte ao governo Lula pelos motivos mencionados e legitimar as finanças ou submeter-se à sua hegemonia, parecendo mais razoável supor que as políticas sociais tiveram o efeito de obscurecer as consequências nada populares da financeirização (de resto, já relativamente 'invisíveis'[795]). Em outras palavras, o atendimento das prioridades financeiras ocorreu apesar da falta de ampla aceitação destas na sociedade, e com menor contestação social, devido ao fato de o governo se apresentar como executor de um programa popular[796], confirmando-se o diagnóstico de hegemonia às avessas de Oliveira (mas não de hegemonia financeira ampla).

De outro lado, um conjunto diferente de medidas contribuiu, isso sim, para ampliar a penetração e legitimidade das finanças na sociedade – talvez ampliando a hegemonia para além, portanto, do bloco no poder. Trata-se da "financeirização de esquerda"[797], para usar o termo irônico de Grün ao analisar a questão dos fundos de pensão. Primeiramente, houve a inserção financeira da

794 Isso só poderia ser feito através de pesquisa empírica, com entrevistas ou questionários, já que, pela própria definição de subproletariado, é difícil encontrar uma instância de representação de seus interesses que pudesse expressar sua visão sobre o tema.

795 Ou, pelo menos, cuja causalidade é difícil de retraçar até as finanças. Como ressalta Grün: "Uma questão interessante, e que concorre para sustentar a ideia da existência de um modo de dominação financeiro, é a capacidade demonstrada pelos instrumentos financeiros contemporâneos de apagar o traço das condições sociais de sua existência e desenvolvimento" (GRÜN, "Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI", 156.).

796 Não se pode esquecer que hegemonia envolve uma dialética entre coerção e consentimento: os hegemonizados aderem ao *hegemon* porque se beneficiam de sua liderança, embora ocupem uma posição subordinada; ou seja, consentem precisamente com aquilo pelo que são coagidos. Foi o caso, por exemplo, da Guerra Fria: os países europeus consentiam com o capitalismo e, por isso, submetiam-se aos EUA na luta por este. Ou seja, a defesa do capitalismo era o que ao mesmo tempo produzia o consentimento à liderança dos EUA e coagia os demais países a aceitá-la. Outro exemplo é a da hegemonia industrial sobre organizações de trabalhadores em certos momentos, na medida em que estes se beneficiam dos empregos e da renda oriundos da industrialização, apesar da exploração que sofrem. Novamente, a industrialização era o que simultaneamente produzia o consentimento e a submissão. No caso mencionado no parágrafo, diferentemente, o que torna o governo atrativo ao subproletariado não se liga àquilo que o subordina; não há consentimento em relação às finanças (talvez nem se tenha dimensão dos seus efeitos), mas aos programas sociais, de modo que o apoio ao governo advém de uma dualidade da atuação deste. Nesse sentido, o diagnóstico da "hegemonia às avessas" é correto na medida em que a hegemonia do campo popular (e não financeira) representada pelos governos do PT interverte-se na priorização, velada, dos interesses financeiros. Em termos poulantzianos, seria possível dizer que a fração 'popular' "reinante" acaba por realizar os objetivos da fração bancário-financeira, que detém a "hegemonia restrita" ao bloco no poder.

797 GRÜN, "Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI".

população de mais baixa renda. O próprio aumento da "inclusão" bancária e da concessão de crédito pessoal (estimulados por políticas governamentais, mas também pelas instituições privadas[798]), e a ampla difusão das máquinas de cartão de crédito/débito (facilitadas, inclusive, pela criação da figura jurídica do Microempreendedor Individual), por exemplo, aproximaram uma parcela relevante da população mais pobre das atividades financeiras e de seus potenciais benefícios (facilitação do consumo, apoio ao 'empreendedorismo', etc.). Além disso, o crescimento dos fundos de investimento, do Tesouro Direto e das entidades de previdência complementar (abertas e fechadas) – fruto do processo global de financeirização e estimulado por medidas governamentais – foi igualmente crucial e reforça a ideia de que os indivíduos 'comuns' também podem ganhar com o sistema financeiro.

Certas frações de classe foram, assim, incluídas no rol de possíveis 'beneficiários' dos mercados financeiros – mais ideologicamente que materialmente, é preciso ressaltar –, tais como setores da classe média, do proletariado e mesmo do subproletariado[799]. Se esses processos levaram de fato a uma "hegemonia ampla" das finanças não ficou demonstrado por Pinto, sendo mais prudente reconhecer apenas a ocorrência de um movimento digno de nota nessa direção – dada a ampliação da legitimação/aceitação na sociedade – com consequências políticas ainda em curso e a serem mais bem compreendidas. De todo modo, esse processo está em consonância com o cada vez mais difundido discurso neoliberal sobre a sociedade: o de indivíduos 'empreendedores-investidores' concorrendo entre si, alocando eficiente e racionalmente seus recursos (financeiros e pessoais) e buscando valorizar seu capital (monetário, mas também 'humano') no mercado (inclusive nos circuitos financeiros).

Além disso, seria preciso determinar em que medida essa hegemonia ampla teria sido conscientemente estimulada pelo governo. Apesar das contradições, afirmar que as políticas sociais dos governos do PT foram mera cortina de fumaça para perpetuar a hegemonia financeira seria uma visão simplista das contradições que perpassavam a sociedade e o Estado. Se Lula pode ser acusado de 'leniente', é pelo fato de suas ações não terem sido radicais o suficiente para, se não reverter, pelo menos diminuir substancialmente o ímpeto dos mecanismos básicos de reprodução das desigualdades postos pela acumulação do capital[800]. Porém, apesar do intuito não ser revolucionar o

798 Interessante notar como ambas se conjugam de modos inusitados. A "Conta Universitária", por exemplo, passou a ser oferecida pelos principais bancos a partir de 2003 e é isenta de taxa mensal, pelo menos por um período. Ela estimula, assim, os jovens nessa condição a possuírem conta bancária, que permite ainda o uso de cheque especial e a possibilidade de ativar a função crédito do cartão sem grandes exigências. Com o Prouni e o Fies, é de se esperar que essa estratégia tenha ampliado seu escopo.

799 Basta lembrar que mesmo beneficiários do Programa Bolsa Família possuíam acesso a um programa de inserção bancária que abria portas para o uso de cheque especial, cartão de crédito, etc.

800 Ou seja, trata-se de uma crítica possível pela esquerda, jamais pela direita. Por outro lado, as políticas de cotas, de acesso ao ensino superior pelas camadas mais pobres e de ampliação da rede de universidades públicas poderiam ser colocadas no rol de exceções, devido aos impactos transformadores de longo prazo que implicam.

Brasil nem confrontar diretamente a classe capitalista, tampouco está provado que se tratava de puro cinismo, ou seja, da ausência de vontade de transformação social – limitando propositalmente a contestação social a fim de permitir a continuidade do atendimento dos interesses financeiros. O efeito até pode ter sido esse, mas o processo é mais complexo: se tudo já estivesse 'combinado com os russos'[801], ou seja, se um acordo com o capital bancário-financeiro estivesse claramente estabelecido de antemão, a turbulência pré-eleitoral de 2002, por exemplo, não teria ocorrido, nem as reiteradas tentativas de solapar a força do governo (que culminariam no golpe contra Dilma Rousseff anos mais tarde).

Outros autores, tentando compreender essas contradições igualmente através de conceitos poulantzianos, defenderam a ocorrência de uma mudança na hegemonia, em vez de estrita continuidade. Ao identificar as frações da classe capitalista que compõem o bloco no poder, Armando Boito Jr.[802] sustenta que a "frente neoliberal" ortodoxa, hegemônica nos anos 1990 (período Collor e FHC), foi suplantada por uma "frente neodesenvolvimentista" nos anos 2000 (sobretudo a partir do segundo mandato de Lula). A primeira abarcava o "capital financeiro internacional" e a "grande burguesia" a ele associada, com o apoio da alta classe média, ao passo que a segunda seria hegemonizada[803] pela "grande burguesia interna", apoiada por setores do sindicalismo, dos trabalhadores rurais e dos movimentos populares. Apesar dos dados fornecidos e da argumentação desenvolvida demonstrarem a existência de diferenças entre os governos do PT e seus antecessores diretos[804], cabem alguns comentários importantes sobre o tema aqui tratado.

Em raras passagens dos textos de 2007 a 2018, Boito Jr. apoia-se em dados empíricos acerca da posição efetiva do setor bancário 'interno', reduzindo a grande burguesia interna, na prática, ao setor industrial (sobretudo via posição da Fiesp, nos textos mais antigos) e também ao agronegócio (ao incluí-lo em estudos mais recentes). Mesmo fornecendo uma justificativa para essa lacuna – de que, devido à imagem negativa que possui na sociedade, o setor bancário "tem dificuldade para intervir com desenvoltura e de modo aberto na cena pública"[805] –, o resultado é que as divergências e conflitos entre os interesses do capital industrial e do capital bancário e de aplicação financeira acabam relativamente negligenciados, para prejuízo, e 'retrocesso', da análise: o autor esclarece que, em 2007, ainda não apresentava a ideia de uma frente neodesenvolvimentista, de modo que:

801 Referência à célebre anedota futebolística na qual, após e explanação de uma tática mirabolante pelo técnico da Seleção Brasileira antes de um jogo contra a então União Soviética na Copa de 1958, Garrincha pergunta se já estava tudo combinado com os russos.

802 Cf. BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil.

803 Até 2010, o autor afirmava que a grande burguesia interna havia apenas melhorado sua posição no interior do bloco no poder. Em 2012, já parece adotar a posição, claramente defendida nos últimos anos, de que a grande burguesia interna se tornou de fato hegemônica (e que a crise do governo Dilma se constitui numa ofensiva restauradora do campo neoliberal ortodoxo).

804 Mas também os sucessores. A partir do golpe que alçou Temer à Presidência, a frente neoliberal retomou o comando e passou a implementar com vigor uma agenda de reformas de seu interesse.

805 BOITO JR., Reforma e crise política no Brasil, 322.

“eu privilegiava, no que tange à determinação das frações burguesas, o conflito entre capital bancário e capital produtivo (…). À medida que aprofundei a pesquisa, passei a privilegiar o conflito entre a grande burguesia interna e o capital internacional”[806]. Da mesma forma, se antes havia apenas a ideia de uma melhora da posição da grande burguesia interna no bloco no poder, o que parece mais acertado, passa-se à defesa da tese de que esta se tornou a fração hegemônica.

Além disso, a caracterização da frente como “neodesenvolvimentista” não deixa de ser problemática. Ao estabelecer implicitamente uma associação entre “interna” e “desenvolvimentista”, confere peso maior à participação da indústria (e do agronegócio) do que dos bancos. Embora o estancamento da desnacionalização do setor bancário tenha, de fato, beneficiado as instituições ‘internas’ – o que poderia colocá-las dentro da frente com as demais frações internas da burguesia – resta a difícil tarefa de demonstrar que os bancos privados brasileiros tenham pendores desenvolvimentistas, quando há muito eles possuem no rentismo sobre a dívida pública seu lastro, e que historicamente foi a ação do Estado a promotora do ‘desenvolvimento’. Uma vez que o próprio autor tem clareza de que o modelo econômico continua sendo neoliberal e de que a frente “neodesenvolvimentista” estabelece uma política econômica possível dentro dele, trata-se, na realidade, de uma frente ‘menos neoliberal’ ou com algumas divergências à ortodoxia. Ela poderia, por exemplo, ter sido nomeada ‘frente interna’ (em oposição a ‘associada/imperialista’), seguindo o próprio critério de sua definição (dado que o sindicalismo, os trabalhadores rurais e os movimentos populares também são ‘internos’).

Em outras palavras, ao se caracterizar a frente como “neodesenvolvimentista”, ou há a dificuldade de se justificar em que medida o setor bancário é digno dessa caracterização; ou o termo está mal colocado, como destacado acima; ou é preciso admitir que a fração hegemônica dentro do bloco no poder é a grande burguesia interna industrial (e talvez do agronegócio) – o que é negado tanto pelo fato de o setor financeiro ser o que mais se beneficiou economicamente no período, inclusive por políticas adotadas pelo governo Lula, quanto pelo reconhecimento por parte do autor de que o modelo continua neoliberal e financeirizado.

Por outro lado, a utilização do termo “neodesenvolvimentista” possui, contraditoriamente, a vantagem de explicitar, dada a desagregação dessa frente com a crise do governo Dilma, que o conflito entre atividades produtivas e atividades financeiras é crucial, não secundário. A fração bancário-financeira interna se encaixava mal nessa frente – sobretudo com a intensificação impressa pelo governo Dilma ao programa ‘desenvolvimentista’ –, pois está de acordo com quase todo o receituário neoliberal ortodoxo. Ela se encontrava, assim, na fronteira entre os dois campos, sendo uma espécie de fiel da balança do jogo político. A desconsideração de certas implicações do

806 BOITO JR., 14.

processo de financeirização obscurece a questão, pois leva o autor a não distinguir claramente as lógicas/interesses, de um lado, dos agentes que lhe dão suporte, de outro. A fração 'industrial' da grande burguesia interna é, então, imediatamente associada a objetivos desenvolvimentistas/industrialistas, quando parte relevante de suas atividades é financeira. Conforme discutido no Capítulo 6, a grande burguesia 'industrial' encontra-se atualmente em uma 'situação contraditória de fração de classe': pode-se designá-la, portanto, como 'industrial-financeira'[807], a fim de distingui-la tanto da fração bancário-financeira (com a qual não se confunde) quanto de uma fração 'eminentemente' industrial (que seria fundamentalmente o capital de médio porte, com menor peso político).

Assim, como lembra Singer, se Dilma já vinha desagradando à classe capitalista por seu intervencionismo em diversos domínios, é quando enfrenta mais diretamente os interesses financeiros – baixando com mais vigor os juros, depreciando o câmbio[808] e forçando a redução do *spread* bancário[809] – que a "coalização produtivista" rui diante de uma unificação das frações da classe capitalista[810]. Isso em alguma medida se explica pela hegemonia financeira associada à financeirização, perante a qual todas essas frações se curvam: não só há o temor das instabilidades econômicas e políticas iminentes oriundas de um enfrentamento do poder financeiro, como as atividades dos diferentes setores do grande capital e o patrimônio pessoal dos capitalistas estão profundamente entrelaçados com as finanças (todo capitalista brasileiro é também rentista em maior ou menor grau). Mais do que isso, há o "fator ideológico"[811]: desafia-se a financeirização na sua dimensão de "cimento cognitivo" das "elites", como colocou Grün. Ao sair vencedor da "guerra

807 Em que pese o fato de o termo "financeira" ter menos importância do que o "industrial", por um lado, e de a burguesia industrial-financeira interna ter mais interesses em políticas 'desenvolvimentistas' do que os grandes conglomerados estrangeiros, por outro.

808 A depreciação do câmbio é resultado da própria diminuição dos juros, já que repele capital estrangeiro em razão dos ganhos menores. Ela desagrada aos rentistas na medida em que reduz o poder de compra em moeda forte. Segundo Bresser-Pereira, a desvalorização ocorrida no período ainda assim foi insuficiente para dar competitividade internacional ao setor industrial, o que não poderia ser remediado pelas políticas industriais, uma vez que elas são "*naturalmente* incapazes de compensar o câmbio sobreapreciado" (BRESSER-PEREIRA, "Empresários, o governo do PT e o desenvolvimentismo", 24 (grifo nosso).)

809 Lembrando que o *spread* já havia diminuído no período Lula. Além dessas medidas, que afetam principalmente os bancos, o autor também cita dois pontos atinentes mais diretamente ao capital de aplicação financeira: a reforma do setor elétrico (mudança nas regras sobre as concessionárias de energia, causando perdas a investidores) e o controle de capitais (IOF sobre investimento estrangeiro em carteira e sobre captações externas, além de dois novos instrumentos regulatórios), Cf. SINGER, O lulismo em crise, 44–46.

810 É possível que Dilma tenha considerado que a legitimidade construída na sociedade após oito anos de lulismo era capaz de lhe dar a força necessária para mudar alguns dos pilares da hegemonia financeira. Porém, além da menor capacidade política em relação a Lula, de uma política econômica com equívocos e da reversão do cenário externo favorável, a própria estratégia lulista de não confrontação direta com a classe capitalista já estava se esgotando devido às suas próprias contradições: conforme argumenta Singer, o aumento real do salário mínimo elevou os custos da força de trabalho, uma variável-chave para o capital em geral. De fato, a participação dos salários no valor da produção da indústria sofre aumento, passando de 8,9% em 2007 para 10,1% em 2011, tendo sido mais acentuado nos setores intensivos em trabalho (Cf. FEIJÓ e LAMÔNICA, "A indústria brasileira no período 2007-2015", 13.)

811 Um dos quatro pontos centrais apresentados por Singer para explicar a retirada de apoio dos industriais ao governo Dilma (Cf. SINGER, O lulismo em crise, 67.). A discussão é complementada mais à frente.

cultural" por corações e mentes ocorrida ao longo dos anos 1990, o discurso das finanças promoveu uma "convergência das elites":

> A dominação financeira deve ser entendida justamente como a construção e manutenção do novo espaço de equivalências em que as elites integrantes do campo do poder na sua generalidade aceitam os parâmetros do senso comum financeiro como as balizas fundamentais que julgam quaisquer iniciativas ou problemas da sociedade contemporânea[812].

Além disso, parte da fração industrial-financeira, devido à sua autoimagem de 'industrial', pode até se organizar para pressionar o Estado a agir em prol desses interesses, a exemplo do que ocorreu no contexto da criação da Fiesp há muitas décadas (quando a fração industrial ainda estava mais claramente distinguível da financeira, cabe dizer). No limite, porém, 'desenvolvimentismo' só faz sentido do ponto de vista do Estado (de países periféricos), pois refere-se a uma preocupação deste em estabelecer um plano de superação do 'atraso' econômico e social do país – em oposição, por exemplo, a uma solução via 'mão invisível', segundo a qual o desenvolvimento viria do próprio funcionamento do mercado.

Na realidade, portanto, a grande burguesia industrial-financeira interna deseja medidas que aumentem seus lucros, seja via indústria, seja via operações financeiras. Por isso, não é necessariamente desenvolvimentista[813]. Os bancos, por sua vez, poderiam até ser simpáticos a certas políticas nesse sentido, caso elas aumentassem seus ganhos com a ampliação da concessão de crédito às empresas[814], por exemplo, mas também dificilmente poderiam ser considerados desenvolvimentistas – até porque conseguem obter ganhos constantes e elevados com a dívida pública e com o crédito pessoal no cenário das últimas décadas. Assim, é preciso considerar a hipótese de os governos do PT terem adotado um programa "neodesenvolvimentista" a fim de sustentar a aliança com uma grande burguesia industrial até certo ponto 'imaginada' (por eles e talvez por ela própria em algum grau[815]), quando tinham diante de si uma grande burguesia 'industrial-financeira'.

Se o raciocínio estiver correto, joga-se luz sobre o "enigma"[816] político apresentado por Singer: de por que, já em 2012, quando o que o autor chamou de "ensaio desenvolvimentista" estava a pleno vapor, os "industriais" já davam sinais de abandono da "coalizão produtivista" –

812 GRÜN, "Crise financeira 2.0", 334.

813 Vide as dificuldades iniciais da própria FIESP, inclusive em convencer seus filiados de sua importância e a contribuírem para o Sistema S – que visava justamente a qualificar e a educar a força de trabalho (Cf. ZANETTI e VARGAS, Taylorismo e fordismo na indústria paulista.). Esse sempre foi um dos entraves ao desenvolvimento brasileiro.

814 Quanto a isso, seria importante investigar uma possível tensão interna aos bancos, entre diminuição dos juros e aumento do crédito, assim como existe nas empresas entre a atividade produtiva e operações financeiras de tesouraria.

815 Um indício disso seria a própria "Agenda Fiesp", mencionada por Laura Carvalho, que não estava surtindo o efeito esperado e perdeu apoio do próprio setor 'industrial' durante sua implementação.

816 SINGER, O lulismo em crise, 57 e 59.

forjada em 2011[817], e definitivamente desfeita em 2013. Detalha-se e reforça-se, assim, um dos quatro pontos centrais elencados pelo autor para explicar o enigma: a "imbricação entre produção e rentismo", que restringe "o *grau de empenho* na plataforma produtivista"[818]. Adicionalmente, a classe média alta – que, como mencionado, também se encontra em uma situação contraditória de classe (trabalhador-capitalista) – incorporou-se à oposição. Ou seja, nesse momento de crise econômica e política, o polo 'financeiro' da burguesia industrial-financeira e o polo 'capitalista' da classe média alta mostraram ter prevalecido, levando esses grupos a convergir na direção de reforçar a desestabilização do governo.

Apesar de se preocupar prioritariamente com a política econômica, Laura Carvalho apresenta elementos que vão no mesmo sentido de ressaltar a importância da financeirização para a questão. Primeiramente, nas críticas feitas aos descaminhos do governo Dilma, estão inclusos os ajustes fiscais de 2011 e de 2014-2015, medidas invariavelmente realizadas por pressão do mercado financeiro (sempre preocupado com as condições de pagamento dos juros da dívida pública). Em segundo lugar, a tentativa de reduzir permanentemente as taxas de juros esbarrou na força do mercado financeiro, materializada na fuga de capitais e na consequente desestabilização do câmbio. Mesmo no período em que a redução vigorou, ela não foi capaz de estimular o investimento privado, entre outros motivos, pela própria financeirização das empresas: esta também aparece entre os fatores para explicar a ausência de investimentos a partir de 2012, mesmo com a implementação da tão solicitada "Agenda Fiesp". Diante de um cenário de incertezas, mas principalmente de taxas de lucro declinantes – como enfatiza Bresser-Pereira[819] –, as desonerações fiscais foram embolsadas e optou-se por investimentos em títulos públicos e de renda fixa.

Quanto ao aumento do crédito às famílias através da inserção bancária de pessoas de baixa renda implementado no período Lula, até certo ponto é visto com bons olhos pela autora, por ter impulsionado o consumo e, com isso, a economia. No entanto, os dados aqui apresentados mostram os efeitos negativos diretamente implicados dessa inserção da população nos circuitos financeiros sob elevadas taxas de juros, assim como aqueles que se fizeram sentir posteriormente: quando o ciclo econômico mudou, a inadimplência cresceu de forma considerável, tanto em quantidade de pessoas nessa situação como em valores. Além disso, a própria autora menciona que taxas de juros elevadas com expansão do crédito conduzem à concentração de renda no longo prazo, bem como

817 Certos autores, como Boito Jr., localizam ainda no governo Lula tanto a criação da frente que se contrapôs ao neoliberalismo ortodoxo quanto a abertura de fissuras na hegemonia então vigente que permitiriam uma mudança. Alguns enfatizam o papel da crise mundial em provocar um desequilíbrio de forças nesse sentido a partir de 2009. Singer localiza no primeiro governo Dilma a consolidação dessa frente, bem como o momento em que ela se fortaleceu politicamente a ponto de talvez subverter a hegemonia financeira. De fato, ela parece ter atingido seu auge nesse período. Contudo, a mudança do cenário econômico, com queda da taxa de lucro, e as demais dificuldades enfrentadas rapidamente inviabilizaram a continuidade desse movimento.

818 SINGER, O lulismo em crise, 66–67.

819 Cf. COMIN e MATTOS, "Remando contra a maré - Entrevista com Luiz Carlos Bresser-Pereira", 155.

que a concentração no setor bancário dificulta a redução das taxas de juros.

Depreende-se, portanto, que o "Milagrinho" de 2006 a 2010 escamoteou em alguma medida e por algum tempo os efeitos perniciosos da financeirização no Brasil, levando à falsa impressão de que não seria preciso enfrentá-la diretamente, nem abandonar a política de acomodação de interesses. O "bônus macroeconômico" foi o que permitiu dar ganhos a outros setores sem prejudicar o financeiro, conciliando momentaneamente este com a frente neodesenvolvimentista e levando à percepção, também equivocada, de que ela se tornava hegemônica. A permanência da hegemonia financeira é ainda corroborada pelo ocorrido no primeiro mandato de Dilma: a desaceleração econômica, associada ao novo contexto internacional desfavorável, implicou redução da taxa de rentabilidade dos segmentos dominantes, com exceção justamente do setor bancário-financeiro (que se elevou)[820].

Como adiantado anteriormente, apenas um exercício de história contrafactual poderia sugerir se Lula, aliando sua popularidade ao contexto econômico favorável, teria tido sucesso ao tomar medidas mais duras para reduzir a financeirização e, com ela, o poder dos interesses financeiros no país; ou se, assim procedendo, acabaria por abreviar o período do PT no poder pela inviabilização do seu governo[821]. Para ser implementada, uma política (sobretudo econômica) não necessita ser apenas tecnicamente correta e executável, mas também politicamente viável. De toda forma, o resultado objetivo disso não ter sido realizado e de a financeirização ter se aprofundado foi fatal, e se revelou alguns anos depois: o fato de algum enfrentamento ter sido tentado em um contexto interno e externo já desfavorável não explica inteiramente, mas certamente colaborou para o complexo processo que levou à remoção de Dilma da Presidência.

A análise do período dos governos do PT mostra com clareza, portanto, como a financeirização produz constrangimentos político-econômicos cruciais à ação do Estado, por constituir-se também numa forma de poder que privilegia os interesses financeiros. O estado de emergência econômico e a governança corporativa, discutidos ao longo deste trabalho, são expressões sintéticas disso. Ademais, percebe-se que, apesar de serem processos intimamente ligados e mutuamente alimentados, financeirização e neoliberalismo nem sempre andam *pari passu*[822]. A primeira continuou inegavelmente evoluindo no Brasil – dando suporte a formas

820 Cf. PINTO e GUEDES PINTO, "A economia política dos governos Dilma", 20.

821 O paradoxo revela-se nessa passagem de Eduardo Pinto em 2007, a despeito do intuito do autor: "A manutenção e o aprofundamento das políticas macroeconômicas ortodoxas e da realização das reformas de cunho neoliberal (pró-mercado) que ensejavam obter a confiança dos 'mercados' não abriram nenhum tipo de espaço à transição, uma vez que qualquer movimento nessa direção geraria uma reação contrária do bloco no poder brasileiro, bem como das instituições econômicas 'multilaterais'" (PINTO, "Bloco no Poder e Governo Lula", 245.). Ou seja, cedendo aos "mercados" no início, bloqueava a possibilidade futura de transição; se tentasse a transição imediatamente, sofreria a resistência do bloco no poder já instalado e das instituições multilaterais. Para além da questão técnica de se uma outra política seria possível ou não, permanece a dúvida de se o governo foi insuficientemente ousado em termos políticos ou se foi até onde era possível.

822 Se for retomada a ideia derivada da obra de Harvey de que o neoliberalismo seria uma espécie de "modo de

específicas de exploração e a um canal fundamental de operacionalização do imperialismo[823] –, a despeito de certos aspectos do receituário neoliberal *stricto sensu* terem sido abandonados ou mitigados[824] (sobretudo em comparação com os governos instalados a partir do golpe).

Simetricamente, se iniciativas de resistência mais geral ao neoliberalismo se organizam através de partidos, movimentos sociais, associações e coletivos (inclusive de mulheres, LGBTs, negros e indígenas), a contraposição focada na financeirização – esse inimigo 'invisível' – é bem mais rara, mesmo internacionalmente[825]. A Auditoria Cidadã da Dívida é praticamente a única organização brasileira de destaque que prioriza claramente a questão, pautando há anos a medida que lhe dá nome – sem sucesso, inclusive por um veto de Dilma à sua realização[826]. Nesse sentido, os retrocessos aos quais se assiste nos últimos anos e o fracasso, já anterior, em recolocar o Brasil de fato nos rumos do 'desenvolvimentismo' deixam claro que sem a reversão da financeirização não é possível ter otimismo quanto ao futuro, pois ela retroalimenta a plataforma neoliberal. Aqui, como no resto do mundo, esta tem assumido um caráter crescentemente autoritário na última década, devido aos problemas econômicos e políticos aos quais precisa fazer frente – decorrentes dos impactos da crise financeira mundial[827].

regulação" do "regime de acumulação" financeirizado, essa constatação não espanta: segundo a própria Escola da Regulação há contradições e descompassos entre o modo de regulação e o regime de acumulação devido às próprias contradições gerais do capitalismo.

823 Retoma-se a citação de Paulani: "Assim, não precisamos mais da troca desigual, que caracterizou a segunda e, parcialmente, também a terceira fase de nossa inserção externa, para transferir renda para o Centro (os termos de troca, aliás, nos são agora amplamente favoráveis). Tampouco precisamos dos juros escorchantes cobrados pelos credores externos, característicos da quarta fase. A combinação de câmbio flutuante com elevadíssimas taxas de juros faz isso agora de modo muito mais eficiente" (PAULANI, "A Inserção da economia brasileira no cenário mundial", 98.).

824 Tais como aumento real do salário mínimo, aumento dos investimentos públicos (sobretudo através do PAC), ampliação da rede de universidades públicas e certa intervenção na economia.

825 Os movimentos "Occupy" na época da crise mundial, cujo original era o de Wall Street, foram talvez os mais famosos a pautarem mais diretamente a questão, porém foram efêmeros (apesar de seu slogan "Nós somos os 99%" esteja ainda presente em manifestações políticas). A Attac (*Association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne*), fundada na França em 1998, é um exemplo de iniciativa mais duradoura, chegando a constituir uma rede de comitês em quase 40 países e permanecendo ativa até hoje.

826 Existem também formas mais 'heterodoxas' de resistência, cujos impactos são difíceis de se avaliarem. Há, por exemplo, a iniciativa pioneira da Robin Hood Cooperative de tornar os investimentos financeiros acessíveis às pessoas, de modo a reverter os ganhos para atividades políticas e comunitárias: "Robin Hood é um fundo de investimento ativista, uma cooperativa que reverte a financeirização da economia em benefício daqueles que não são a elite financeira – ou seja, você e eu. A RHC opera em Wall Street com um algoritmo chamado 'Parasite' no intuito de trazer retornos a seus membros e financiar projetos que expandam os interesses comuns [*the commons*]. Nós continuamos a reivindicar as Finanças como um meio de agir conjuntamente em direção a grandes mudanças no processo de acumulação e distribuição de valor. Para isso, estamos usando as mais recentes tecnologias da *web* de computação descentralizada, tais como o Ethereum Blockchain" ("Robin Hood Coop".).
Recentemente, teve-se também notícia de uma iniciativa inusitada de "ativismo societário" no Brasil: índios compraram ações de uma ferrovia para denunciar as violações da empresa na assembleia de acionistas (Cf. "Índios compram ações e viram acionistas de ferrovia para denunciar empresa".).

827 Contraditoriamente, a crise mundial representou ao mesmo tempo um golpe na ideologia neoliberal-financeira no final dos anos 2000 e um reforço do poder financeiro devido aos efeitos negativos sobre o emprego e o crescimento. Não só os ativos financeiros superaram os patamares do pré-crise poucos anos depois, como a hegemonia financeira se restabeleceu. No Brasil não foi muito diferente. Por um lado, Grün mostra como a ideologia financeira se recompôs. Por outro, o rebatimento da crise no período Dilma fragilizou o governo e facilitou a ofensiva neoliberal, impondo retrocessos em relação aos ganhos do período Lula.

Se, como argumentado na Parte I, a financeirização é indissociável da configuração atual do capitalismo mundial e se tornou um pilar do sistema-mundo hierarquizado, a experiência do lulismo mostrou que uma política econômica neodesenvolvimentista na mundialização financeira é possível em circunstâncias específicas, porém com resultados limitados. Iniciativas conciliatórias – que rumam de soslaio em direção a outro modelo – esbarram nos limites do próprio sistema capitalista. Ainda é cedo para saber se suas consequências mais perenes irão além daquelas próprias a uma "modernização conservadora" ou "revolução passiva", tão características da história brasileira. Porém, sem um enfrentamento mais direto da ordem capitalista neoliberal, imperialista e financeirizada, as transformações dificilmente serão profundas e duradouras.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

"100 bilhões de motivos para sorrir". ISTOÉ DINHEIRO, 18 de agosto de 2017. http://www.istoedinheiro.com.br/100-bilhoes-de-motivos-para-sorrir/.

"A História do Mercado de Capitais no Brasil". CODEMEC. Acessado 28 de dezembro de 2018. http://codemec.org.br/historia-mercado-de-capitais-brasil/.

ABILIO, Ludmila Costhek. "O make up do trabalho: uma empresa e um milhão de revendedoras de cosméticos". Tese de Doutorado, Universidade Estadual de Campinas, 2011. http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/280166.

ABRAPP. "Consolidados Estatísticos Abrapp". ABRAPP. Acessado 19 de janeiro de 2016. http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx.

AGOSTINE, Cristiane. "Lula diz que vai valorizar o mínimo e defende federalizar ensino médio (Entrevista coletiva)". *Valor Econômico (online)*. 20 de dezembro de 2017, seç. Política. https://www.valor.com.br/politica/5233559/lula-diz-que-vai-valorizar-o-minimo-e-defende-federalizar-ensino-medio.

"AgTech, a nova fronteira do agronegócio: como o Brasil pode aproveitar essa oportunidade?" *StartAgro* (blog), 6 de dezembro de 2016. http://www.startagro.agr.br/agtech-a-nova-fronteira-do-agronegocio/.

AGUIAR, Thiago Trindade de. "Maquiando o trabalho: opacidade e transparência numa empresa de cosméticos global". Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, 2014. https://doi.org/10.11606/D.8.2014.tde-15052015-102144.

"All of the World's Stock Exchanges by Size". The Money Project, 16 de fevereiro de 2016. http://money.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-stock-exchanges-by-size/.

ALVES, Aluísio. "B3, ex-BM&FBovespa/Cetip, nasce como 5ª maior bolsa do mundo". epocanegocios.globo.com, 30 de março de 2017. https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2017/03/b3-ex-bmfbovespacetip-nasce-como-5-maior-bolsa-do-mundo.html.

AMARO, Meiriane. MENEGUIN, Fernando. "A evolução da Previdência Social após a Constituição de 1988". Senado Federal - Estudos Legislativos, 2008. https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/outras-publicacoes/volume-v-constituicao-de-1988-o-brasil-20-anos-depois.-os-cidadaos-na-carta-cidada/seguridade-social-a-evolucao-da-previdencia-social-apos-a-constituicao-de-1988.

ANBIMA. "Consolidado Histórico ANBIMA". ANBIMA. Acessado 20 de agosto de 2018. http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm.

"Árabes estão de olho no agronegócio brasileiro". Universoagro, 18 de dezembro de 2017. http://www.uagro.com.br/editorias/agricultura/2017/12/18/arabes-estao-de-olho-no-agronegocio-brasileiro.html.

ARRIGHI, Giovanni. *Adam Smith em Pequim. Origens e Fundamentos do Século XXI*. Economia edition. BOITEMPO, 2008. http://digamo.free.fr/adambeijing.pdf.

———. *O longo século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.

———. "The winding paths of capital: interview by David Harvey". *New Left Review* 56 (abril de 2009): 61–94.

ATTÍLIO, Luccas. "Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil". Dissertação de Mestrado, UFMG/CEDEPLAR, 2016.

AZNAREZ, Julio. LÓPEZ, Óscar. FERNANDEZ, Pablo. M. CARABIAS, Jose. "50 Largest Companies: 2000-2005 Shareholder Value Creation in Latin America". SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 26 de junho de 2006. https://papers.ssrn.com/abstract=912285.

“B3 - Estrutura Acionária”. B3 - Relações com Investidores. Acessado 16 de maio de 2018. http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb.

“B3 - Relações com Investidores”. B3 - Relações com Investidores, 19 de abril de 2018. http://ri.bmfbovespa.com.br/.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “BC - Relatório de Inclusão Financeira - 2011, Nº 2”. Banco Central do Brasil, 2011. https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/RIF/RIF2011.pdf.

———. “BC - Séries Temporais”. Acessado 20 de julho de 2016. http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp.

———. “Relatório de Estabilidade Financeira – Abril 2010”, abril de 2010. https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2010_04/refP.pdf.

———. “Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil (set/2012)”, setembro de 2012. https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201209.

BARBOSA, Nelson. “Dez anos de política econômica”. In: SADER, Emir. COSTA, Ana Maria (org.). *Lula e Dilma: 10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil*, organizado por, 69–102. São Paulo, SP : Rio de Janeiro/RJ: Boitempo Editorial ; FLACSO Brasil, 2013.

BARROS, Thiago de Sousa. OLIVEIRA PINTO, Felício de. “Crédito, consumo e endividamento: Uma Análise Econômica do Segundo Governo Lula (2007-2010)”. *Revista ESPACIOS* 35, nº 5 (4 de junho de 2014): 8.

BASTOS, Estêvão. “TD 1702 - Distribuição Funcional da Renda no Brasil: Estimativas Anuais e Contrução de Uma Série Trimestral”. IPEA, janeiro de 2012. http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=15121.

BECKER, Joachim. JÄEGER, Johannes. LEUBOLT, Bernhard. WEISSENBACHER, Rudy. “Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective”. *Competition & Change* 14, nº 3–4 (1º de dezembro de 2010): 225–47. https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337.

BELLUZZO, Luiz. “Prefácio à Finança Mundializada”. In: CHESNAIS, François (org). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, 7–16. São Paulo: Xamã, 2005.

BELLUZZO, Luiz. SARTI, Fernando. “Vale: uma empresa financeirizada”. Le Monde Diplomatique, 11 de fevereiro de 2019. https://diplomatique.org.br/vale-uma-empresa-financeirizada/?fbclid=IwAR2l52EGLeUDXZx2xn7-kdmA3Z9a1gkW453caE9x_vU4QPgenzPxZXcboXY.

BIANCHI, Alvaro. BRAGA, Ruy. “Brazil: the Lula government and financial globalization”. *Social forces* 83, nº 4 (2005): 1745–1762.

“BIS - About Derivatives Statistics”, 21 de agosto de 2015. https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm.

“BIS Statistics”, 11 de março de 2018. https://www.bis.org/statistics/index.htm.

“BM&F - Dados Históricos – Derivativos - Resumo estatístico do pregão”. BM&FBOVESPA. Acessado 16 de maio de 2018. http://www2.bmf.com.br/Mais/Index.html?Idioma=pt-br.

“BM&F - Ofertas públicas”. BM&FBOVESPA. Acessado 8 de maio de 2018. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/.

“BNDES - Mercado de capitais”. BNDES. Acessado 28 de abril de 2019. http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais.

“BNDES Participações - Demonstrações contábeis, 2002”. BNDES, 27 de março de 2003. https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/ced16e8e-5ef7-46da-ac44-7eb5efc886a4/1202BPAR.pdf?MOD=AJPERES&CVID=lk38sFC.

“BNDES Participações - Demonstrações contábeis, 2010”. BNDES, 18 de fevereiro de 2011. https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/987db6aa-a783-47a9-8d38-cf3c69f0c88b/1210_BPAR.pdf?MOD=AJPERES&CVID=lk38BOp.

BOITO JR., Armando. “As bases políticas do neodesenvolvimentismo”. *Fórum Econômico da FGV/SP*, 2012. http://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/file/Painel%203%20-%20Novo%20Desenv%20BR%20-%20Boito%20-%20Bases%20Pol%20Neodesenv%20-%20PAPER.pdf.

BOITO JR., Armando. *Reforma e crise política no Brasil*. Edição: 1ª. Campinas: Unicamp, 2018.

“Bolsonaro sanciona lei que permite criação de fundos patrimoniais”. G1, 7 de janeiro de 2019. https://g1.globo.com/politica/noticia/2019/01/07/bolsonaro-sanciona-lei-que-permite-criacao-de-fundos-patrimoniais.ghtml.

BOYER, Robert. “Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”. *Economy and Society* 29, nº 1 (2000): 111–45. https://doi.org/10.1080/030851400360587.

BRAGA, José Carlos. “Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. In: TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís (org). *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização*, Edição: 4ª., 195–242. Petrópolis: Vozes, 1998.

BRAGA, Ruy. “Terra em transe: o fim do lulismo e o retorno da luta de classes”. In: SINGER, André. LOUREIRO, Isabel (org). *As contradições do Lulismo: a que ponto chegamos?*, 55–92. Coleção Estado de sítio. São Paulo, SP: Boitempo, 2016.

BRAMI-CELENTANO, Alexandrine. CARVALHO, Carlos Eduardo. “A reforma tributária do governo Lula: continuísmo e injustiça fiscal”. *Revista Katálysis* 10, nº 1 (junho de 2007): 44–53. https://doi.org/10.1590/S1414-49802007000100006.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (1988). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm.

BRENNER, Robert. *O Boom e a Bolha: os Estados Unidos na economia mundial*. 1 edition. Rio de Janeiro; São Paulo: Record, 2003.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. “Empresários, o governo do PT e o desenvolvimentismo”. *Revista de Sociologia e Política* 21, nº 47 (setembro de 2013): 21–29. https://doi.org/10.1590/S0104-44782013000300003.

BRUNO, Miguel. “Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil”. *ComCiência*, nº 128 (maio de 2011): 1–4.

BRUNO, Miguel. CAFFÉ, Ricardo. “Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil: os fatores estruturais da deterioração conjuntural de 2014-2015”. Artigo apresentado em 17º Seminário sobre a economia mineira, Diamantina, 2016. http://diamantina.cedeplar.ufmg.br/2016/anais/economia/78-126-1-RV_2016_10_09_00_31_49_111.pdf.

———. “Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil”. Acessado 25 de dezembro de 2016. http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94508_cap2.pdf.

BRUNO, Miguel. DIAWARA, Hawa. ARAÚJO, Eliane. REIS, Anna Carolina. RUBENS, Mário. “Finance-led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas”. *Revista de Economia Política* 31, nº 5 (2011): 730–50. https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000500003.

CAMARGO, Patrícia Olga. *A evolução recente do setor bancário no Brasil*. Editora UNESP, 2009. https://doi.org/10.7476/9788579830396.

“Campanha: Banqueiros elogiam Lula após encontro na Febraban”. Folha de São Paulo, 21 de agosto de 2002. https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2108200218.htm.

CARCANHOLO, Marcelo. “Dependência e superexploração da força de trabalho no desenvolvimento periférico”. In: SADER, Emir. SANTOS, Theotônio dos (org.). *America Latina e os desafios da globalização*, 251–64. Rio de Janeiro; São Paulo: Boitempo, 2009.

CARLOTTO, Maria. GUEDES PINTO, José Paulo. “A divisão internacional do trabalho no século XXI: um estudo sobre o peso da propriedade intelectual na relação EUA – América Latina

(versão online modificada)". Paper apresentado em Seção Temática de Economia Política Internacional do 5° Encontro Nacional da Associação Brasileira de Relações Internacionais, Belo Horizonte, julho de 2015. https://nipitt.files.wordpress.com/2016/02/guedes-pinto-carlotto_-abri-versc3a3o-carta-internacional-final.pdf.

"Carta IEDI, Nº 530". IEDI, 27 de julho de 2012. https://iedi.org.br/carta/carta530.htm.

CARVALHO, Bernardo. "A eficácia dos controles de entrada de capitais no Brasil". Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2005. http://www2.dbd.puc-rio.br/pergamum/biblioteca/php/mostrateses.php?open=1&arqtese=0310566_05_Indice.html.

CARVALHO, Carlos Eduardo. "Perda de receitas da inflação e defesa da lucratividade dos grandes bancos brasileiros no início do Plano Real". *Revista de Economia Mackenzie* 3, nº 3 (2005): 121–53.

CARVALHO, Cristiano Viveiros de et. al. "Tributação de lucros e dividendos no Brasil : uma perspectiva comparada". *Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados*, novembro de 2015. http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/26840.

CARVALHO, Laura. *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. São Paulo, SP: Todavia, 2018.

CEPAL. "CEPALSTAT Estadísticas e Indicadores". Acessado 19 de julho de 2016. http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/estadisticasIndicadores.asp?string_busqueda=remessas.

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

_____, (org). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

———, org. "Introdução Geral". In:_____. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*, 11–33. São Paulo: Xamã, 1998.

———. "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica". In: _____. (org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*, 249–93. São Paulo: Xamã, 1998.

———. "La « nouvelle économie » : une conjoncture propre à la puissance hégémonique dans le cadre de la mondialisation du capital". Attac France, 2 de maio de 2001. http://hack.tion.free.fr/mvtsoc/Attac/www.attac.org/fra/list/doc/chesnais3.htm.

———. "A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações". *Economia e Sociedade* 11, nº 1 (junho de 2002): 1–44.

———. "A 'nova economia': uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense". In: por CHESNAIS, François. DUMÉNIL, Gérard. LÉVY, Dominique. WALLERSTEIN, Immanuel. *Uma nova fase do capitalismo?*, 43–70, 1ª. São Paulo: Xamã, 2003.

_____, (org). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo, SP: Boitempo, 2005.

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

———. "La prééminence de la finance au sein du 'capital en général', le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital". In: BRUNHOFF, Suzanne de. CHESNAIS, François. DUMÉNIL, Gérard. HUSSON, Michel. LÉVY, Dominique. *La finance capitaliste : Séminaire d'Etudes Marxistes.* Paris: Presses Universitaires de France - PUF, 2006.

———. "Fin d'un cycle: sur la portée et le cheminement de la crise financière". *Carré Rouge*, dezembro de 2007. http://labreche.org/wp-content/uploads/2011/04/Rev01_Chesnais.pdf.

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

———. "Les dimensions financières de l'impasse du capitalisme". Contretemps - Revue de critique communiste, 21 de dezembro de 2017. http://www.contretemps.eu/finance-impasse-

capitalisme/.
CHIECO, Bruna. “Fundos de pensão sulamericanos ampliam alocação no exterior; Brasil ainda é iniciante”. Investidor Institucional, 22 de setembro de 2015. http://www.investidorinstitucional.com.br/index.php/br/investidoronline/14388-fundos-de-pensao-da-america-do-sul-ampliam-alocacao-internacional-mas-brasil-continua-para-tras.html.
“CMN 1: Aumenta leque de investimentos dos fundos de pensão”. Jusbrasil, 2009. http://mps.jusbrasil.com.br/noticias/1909699/cmn-1-aumenta-leque-de-investimentos-dos-fundos-de-pensao.
COMIN, Alvaro Augusto. “Elites econômicas e neoliberalismo”. *Plural* 22, nº 2 (17 de dezembro de 2015): 5–17. https://doi.org/10.11606/issn.2176-8099.pcso.2015.112427.
COMIN, Alvaro Augusto. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. “Remando contra a maré: novo desenvolvimentismo e interesse nacional - Entrevista com Luiz Carlos Bresser-Pereira”. *Plural* 22, nº 2 (17 de dezembro de 2015): 145–60. https://doi.org/10.11606/issn.2176-8099.pcso.2015.112454.
“Congresso Nacional já tem oito projetos de autonomia do Banco Central”. Estadão, 20 de fevereiro de 2018. https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,congresso-nacional-tem-oito-projetos-de-autonomia-do-banco-central,70002196932.
CONSIDERA, Claudio. PESSOA, Samuel. “A distribuição funcional da renda no Brasil no período 1959-2009”. *Pesquisa e planejamento econômico* 43, nº 3 (dezembro de 2013): 479–512.
“Consolidado Histórico de Fundos Anbima | Julho/2017”. ANBIMA, julho de 2017. http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm.
CONTRI, André Luis. “A recuperação da economia norte-americana diante da crise econômica mundial”. *Indicadores Econômicos FEE* 40, nº 4 (2013). http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2899.
CORRÊA, Mariana Finello. LEMOS, Pedro de Medeiros. FEIJÓ, Carmem. “Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira”. *Economia e Sociedade* 26, nº spe (dezembro de 2017): 1127–48. https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art11.
CROTTY, James. “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era”. Research Briefs. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, 2005. https://ideas.repec.org/p/uma/perirb/rb2003-5.html.
“Custeio ABC: Custeio Baseado em Atividades”. Dicionário Financeiro. Acessado 1º de janeiro de 2019. https://www.dicionariofinanceiro.com/custeio-abc/.
CVM. Instrução 555 de 26 de novembro de 2014 (redação original), Pub. L. No. 555 (2014). http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555.pdf.
———. “Investimento Estrangeiro em Carteira”. Comissão de Valores Imobiliários. Acessado 9 de outubro de 2017. http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/serieshistoricas/investimento_estrangeiro.html.
———. *Mercado de derivativos no Brasil: conceitos, produtos e operações*. TOP. Rio de Janeiro: BM&FBOVESPA – CVM, 2015. http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-TOPDerivativos.pdf.
“CVM quer educação financeira para crianças a partir de 3 anos”. EXAME, 19 de novembro de 2018. https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/cvm-quer-educacao-financeira-para-criancas-a-partir-de-3-anos/.
DALL’ACQUA, Fernando. “Análise da proposta de reforma tributária (EC nº 42) do governo

Lula". São Paulo, SP: FGV/EAESP, 2005. http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2961/P00321_1.pdf?sequence=1.

DANTAS, Eric Gil. CODATO, Adriano. PERISSINOTTO, Renato. "Perfil dos diretores do Banco Central do Brasil nos governos Cardoso, Lula e Dilma". Observatório de elites políticas e sociais do Brasil - NUSP/UFPR, novembro de 2014. http://observatory-elites.org/wp-content/uploads/2012/06/wp-observatory-n.10-2014.pdf.

DATHEIN, Ricardo. "Crescimento, investimentos e taxa de lucro na economia brasileira". Artigo apresentado em XI Encontro Regional de Economia - ANPEC-Sul, Curitiba, 2008. http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/XI_ANPEC-Sul/artigos_pdf/a2/ANPEC-Sul-A2-03-crescimento_investimento.pdf.

DE CONTI, Bruno. "TD 2175 - Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos". IPEA, fevereiro de 2016. TD2175. http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2175.pdf.

———. "TD 2216 - Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013)". IPEA, agosto de 2016. TD2216. http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28282.

"Dealers - Artigo Dívida Pública Federal - STN". Tesouro Nacional. Acessado 28 de abril de 2019. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/dealers.

"Desempenho dos bancos em 2010 - Análise 34". Instituto Assaf, 2011. http://www.institutoassaf.com.br.

DIAS, Fernando. "Desvinculação de Receitas da União, ainda necessária? - TD 103". Senado Federal, outubro de 2011. https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-103-desvinculacao-de-receitas-da-uniao-ainda-necessaria.

DIEESE. "As receitas de prestação de serviços bancários". Dieese, junho de 2006. https://www.dieese.org.br/estudosetorial/2006/servicosBancarios.pdf.

"Dow Jones - 10 Year Daily Chart". Acessado 31 de maio de 2016. http://www.macrotrends.net/1358/dow-jones-industrial-average-last-10-years.

DOWBOR, Ladislau. "A crise financeira sem mistérios". Diplô Biblioteca. Acessado 4 de janeiro de 2017. http://diplo.org.br/2009-01,a2772.

———. "Democracia Econômica: um passeio pelas teorias". Ladislau Dowbor, 31 de julho de 2012. https://dowbor.org/2012/07/democracia-economica-um-passeio-pelas-teorias-edicao-revista-em-nov-2010.html/.

———. "O sistema financeiro atual trava o desenvolvimento econômico". *Estudos Avançados* 29, nº 83 (abril de 2015): 263–78. https://doi.org/10.1590/S0103-40142015000100013.

DUMÉNIL, Gérard. LÉVY, Dominique. "Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary". *Review (Fernand Braudel Center)* 25, nº 4 (2002): 393–400.

DURAND, Cédric. *Le capital fictif: comment la finance s'approprie notre avenir*. Essais. Paris: Les Prairies Ordinaires, 2014.

EICHENGREEN, Barry. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.

"Em um ano, Banco do Brasil corta 10 mil vagas e fecha 551 agências". Artigo. Rede Brasil Atual, 11 de maio de 2017. http://www.redebrasilatual.com.br/economia/2017/05/em-um-ano-bb-corta-10-mil-vagas-e-fecha-551-agencias.

"Emenda constitucional que propõe déficit zero será discutida em jantar". Senado Federal, 2005. http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/453373/noticia.htm?sequence=1.

"Entenda os números do dividômetro e do estoque da dívida". *Auditoria Cidadã da Dívida* (blog). Acessado 28 de abril de 2019. https://auditoriacidada.org.br/entenda-os-numeros-do-dividometro-e-do-estoque-da-divida/.

"Escândalo: Dilma veta a realização de auditoria da dívida pública com participação de entidades da sociedade civil". *Auditoria Cidadã da Dívida* (blog), 14 de janeiro de 2016. https://auditoriacidada.org.br/conteudo/dilma-veta-auditoria/.

"Estatísticas - FenaPrevi". FenaPrevi. Acessado 20 de agosto de 2018. http://cnseg.org.br/fenaprevi/estatisticas/.

"Evolução da Carga Tributária 1996-2014". Ministério do Planejamento, 11 de novembro de 2015. http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/arquivo/assec/evolucao-da-carga-tributaria-1996-2014-1.pdf.

FARHI, Maryse. "Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos - Subprojeto derivativaos de crédito". Campinas: Fundação Economia de Campinas, 2009. http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2008-2009/Derivativos_de__Credito_1e2.pdf.

FARHI, Maryse. BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. "Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes". *Estudos Avançados* 23, nº 66 (2009): 169–88. https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200013.

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

FEIJÓ, Carmem. LAMÔNICA, Marcos. "A indústria brasileira no período 2007-2015: estrutura setorial, custos, investimento e fragilidade financeira". IEDI, junho de 2018. https://iedi.org.br/media/site/artigos/20180626_estrutura_industrial_EMOWKXC.pdf.

FEVEREIRO, José Luís. "Dívida pública, problema ou solução". In: MARINGONI, Gilberto. MEDEIROS, Juliano. RAMOS, Adriana. *Cinco mil dias: o Brasil na era do lulismo.* 1a edição., 107–15. São Paulo, SP: Boitempo Editorial : Fundação Lauro Campos, 2017.

FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. GONÇALVES, Reinaldo. *A economia política do governo Lula*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

FIOCCA, Demian. "Governança Corporativa: o papel do BNDES". BNDES, 20 de novembro de 2005. https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/6867/1/Demian%20Fiocca_Governan%C3%A7a%20Corporativa%20o%20papel%20do%20BNDES.pdf.

FIX, Mariana. "Uma ponte para a especulação: ou a arte da renda na montagem de uma 'cidade global'". *Caderno CRH* 22, nº 55 (abril de 2009): 41–64. https://doi.org/10.1590/S0103-49792009000100003.

FOUCAULT, Michel. *História da Sexualidade. A Vontade de Saber.* Vol. 1. Rio de Janeiro: Edições Graal, 1999.

"Fundos patrimoniais são saída para sustentabilidade financeira de ONGs". Folha de S.Paulo, 19 de janeiro de 2018. http://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/2018/01/1951694-fundos-patrimoniais-sao-saida-para-sustentabilidade-financeira-de-ongs.shtml.

G1. "FMI diz que políticas neoliberais aumentaram desigualdade". Economia, 31 de maio de 2016. http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/05/fmi-diz-que-politicas-neoliberais-aumentaram-desigualdade.html.

GARAGORRY, Jorge Alano. "Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)". Tese de Doutorado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2007. http://www.sapientia.pucsp.br/tde_arquivos/3/TDE-2007-06-28T11:07:02Z-3660/Publico/Jorge%20Alano.pdf.

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

GENTIL, Denise, Guilherme Dias, João Sicsú, Jorge Abrahão de Castro, José Celso Cardoso Jr., Liana Carleial, Milko Matijascic, Renault Michel, e Ricardo L. C. Amorim.

"Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise (20º comunicado da presidência do IPEA)", 7 de abril de 2009. http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/5202.

GILES, St, Mark Valentine, Shanthi Divakaran, Alison Harwood, Sevara Atamuratova, Sally Buxton, e Michel Noel. "Mutual Funds in Developing Markets : Addressing Challenges to Growth". The World Bank, 1º de janeiro de 2015. http://documents.worldbank.org/curated/pt/495801467992512451/Mutual-funds-in-developing-markets-addressing-challenges-to-growth.

GONÇALVES, Reinaldo. "Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores". *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, nº 37 (fevereiro de 2014). http://www.revistasep.org.br/index.php/SEP/article/view/44.

———. "Capital financeiro, bancário e industrial no Brasil". *Economia e Sociedade* 8, nº 2 (1999): 179–89.

———. "Nacional-desenvolvimentismo às avessas". *Anais do I circuito de debates acadêmicos IPEA*, 2011. http://www.ipea.gov.br/code2011/chamada2011/pdf/area4/area4-artigo19.pdf.

GORENDER, Jacob. "Apresentação do Capital de Marx". In: ;, Karl. *O capital: crítica da economia política (Livro I, Vol. I)*. Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

GRÜN, Roberto. "A evolução recente do espaço financeiro no Brasil e alguns reflexos na cena política". *Dados* 47, nº 1 (2004): 5–47.

———. "Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil". *Revista Brasileira de Ciências Sociais* 20, nº 58 (2005): 67–90.

———. "Crise financeira 2.0: controlar a narrativa & controlar o desfecho". *Dados* 54, nº 3 (2011): 307–354.

———. "Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira". *Mana* 13, nº 2 (2007): 381–410.

———. "Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI". *Tempo Social* 21, nº 2 (2009): 153–84.

———. "Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias". *Mana* 9, nº 2 (2003): 7–38.

GUEDES PINTO, José Paulo. "A contabilidade social na perspectiva clássica : (capital produtivo e não-produtivo : traçando um mapa do sistema de contas nacionais brasileiro)". Dissertação de Mestrado, UFRGS, 2007. http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/12587.

HALLAK NETO, João. SABOIA, João. "Distribuição funcional da renda no Brasil: análise dos resultados recentes e estimação da conta da renda". *Economia Aplicada* 18, nº 3 (setembro de 2014): 483–513. https://doi.org/10.1590/1413-8050/ea455.

HARVEY, David. *Condição Pós-Moderna*. 3ª. São Paulo: Loyola, 1993.

———. Neoliberalism Is a Political Project - An interview with David Harvey. Entrevista de Bjarke RISAGER, 23 de julho de 2016. http://jacobinmag.com/2016/07/david-harvey-neoliberalism-capitalism-labor-crisis-resistance/.

———. *O neoliberalismo: história e implicações*. São Paulo: Loyola, 2008.

———. *O novo imperialismo*. São Paulo: Loyola, 2004.

———. *The Limits to Capital*. Updated edition. London ; New York: Verso, 2006.

HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

"História do Mercado de Capitais". Portal do Investidor. Acessado 12 de agosto de 2018. http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html.

HOFFMANN, Rodolfo; NEY, Marlon. Estrutura fundiária e propriedade agrícola no Brasil, grandes regiões e unidades da federação. 2010. Disponível em: <http://www.mda.gov.br/sitemda/sites/sitemda/files/user_arquivos_64/pageflip-4001789-487363-lt_Estrutura_Fundiria_e_-594202.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2019.

HUSSON, Michel. "Le capital financier et ses limites. Autour du livre de François Chesnais". *À*

l'encontre (blog), 15 de fevereiro de 2017. http://alencontre.org/economie/le-capital-financier-et-ses-limites-autour-du-livre-de-francois-chesnais.html.
"Ibovespa | B3". B3. Acessado 30 de maio de 2019. http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm.
ICI. "2013 Investment Company Fact Book". Investment Company Institute, 2013. https://www.ici.org/pdf/2013_factbook.pdf.
———. "Investment Company Institute - Annual Reports". Investment Company Institute. Acessado 14 de fevereiro de 2017. https://www.ici.org/pubs/annuals.
———. "Investment Company Institute - Fact Book". Acessado 3 de setembro de 2017. https://www.ici.org/research/stats/factbook.
IMF. "Brazil: Technical Note on Stress Testing the Banking Sector". Country Report. Washington: IMF, junho de 2013. https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13147.pdf.
———. "Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets". International Monetary Fund, abril de 2014. http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Moving-from-Liquidity-to-Growth-Driven-Markets.
"Índice Ibovespa - Ibovespa - Composição da carteira". BM&FBOVESPA. Acessado 14 de abril de 2018. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm.
"Índios compram ações e viram acionistas de ferrovia para denunciar empresa". Folha Online, 24 de abril de 2019. https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/04/indigenas-se-tornam-acionistas-de-ferrovia-para-fazer-denuncia-contra-a-empresa.shtml?fbclid=IwAR0MDTMCYAp5kysHHXpPPV945_aM_GyVSQVSgOF7qAZOnI8Jm1FI9-AdqX8.
"Introduction to BIS Statistics", 13 de setembro de 2015. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1509e.htm.
"Ipeadata". Ipeadata. Acessado 20 de agosto de 2018. http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx.
"Itaú e Bradesco lideram ranking de banco de investimento no país". EXAME, 29 de agosto de 2017. https://exame.abril.com.br/negocios/itau-e-bradesco-lideram-ranking-de-banco-de-investimento-no-pais/.
JARDIM, Maria Aparecida. "'Domesticação' e/ou 'moralização do capitalismo' no governo Lula: inclusão social via mercado e via fundos de pensão". *Dados* 52, nº 1 (2009): 123–159.
———. "Entre a Solidariedade e o risco: Sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula". Doutorado, Universidade Federal de São Carlos, 2007. https://repositorio.ufscar.br/bitstream/handle/ufscar/1408/1632.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
———. "Estado e Mercado no Governo Lula: convergências e divergências no mercado de fundos de pensão". *Agenda Política* 4, nº 2 (8 de outubro de 2016): 333–62.
———. "'Nova' elite no Brasil? Sindicalistas e ex-sindicalistas no mercado financeiro". *Sociedade e Estado* 24, nº 2 (2009): 363–399.
———. "Passagem da previdência social para previdência privada: Papel da imprensa e diálogo com a classe média". Paper apresentado em XI Congresso Brasileiro de Sociologia, Campinas, setembro de 2003. http://www.sbsociologia.com.br/portal/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=739&Itemid=171.
———. "Presença de centrais e sindicatos no mercado financeiro: criação e gestão de fundos de pensão". *Estudos de Sociologia* 16, nº 31 (2011): 321–39.
JESUS, Roberto de. "Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI". Mestrado, Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2004. http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/4118/000348348.pdf?s.

KAMINSKY, Graciela. LYONS, Richard. SCHMUKLER, Sergio. “Mutual Fund Investment in Emerging Markets : An Overview”. *The World Bank Economic Review*, Policy Research Working Papers, 15, nº 2 (janeiro de 2001): 315–40. https://doi.org/10.1596/1813-9450-2529.

KAY, Cristóbal. “Teorias estruturalistas e teoria da dependência na era da globalização neoliberal”. In: SADER, Emir. SANTOS, Theotônio dos (org.). *America Latina e os desafios da globalização*, 361–89. Rio de Janeiro; São Paulo: Boitempo, 2009.

“Knoema - Estatísticas regionais e do mundo, dados nacionais, mapas, classificações”. Knoema. Acessado 19 de abril de 2019. https://pt.knoema.com//atlas.

KRIPPNER, G. R. “The Financialization of the American Economy”. *Socio-Economic Review* 3, nº 2 (1º de maio de 2005): 173–208. https://doi.org/10.1093/SER/mwi008.

LAPAVITSAS, Costas. “Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation”. *Historical Materialism* 17, nº 2 (1º de junho de 2009): 114–48. https://doi.org/10.1163/156920609X436153.

LAPAVITSAS, Costas. MENDIETA-MUÑOZ, Ivan. “The Profits of Financialization”. *Monthly Review* 68, nº 3 (agosto de 2016). https://monthlyreview.org/2016/07/01/the-profits-of-financialization/.

LAPYDA, Ilan. “A ‘financeirização’ no capitalismo contemporâneo: Uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey”. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, 2011. http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8132/tde-30092011-095732/en.php.

LAVINAS, Lena. ARAÚJO, Eliane. BRUNO, Miguel. “Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória (Texto para Discussão 032/2017)”. Instituto de Economia da UFRJ, dezembro de 2017. http://www.ie.ufrj.br/index.php/listar-td/textos-para-discussao-2017/brasil-vanguarda-da-financeirizacao-entre-os-emergentes-uma-analise-exploratoria.

LAVINAS, Lena. GENTIL, Denise. “Brasil anos 2000: a política social sob regência da financeirização”. *Novos Estudos - CEBRAP* 37, nº 1 (agosto de 2018): 191–211. https://doi.org/10.25091/S01013300201800020004.

LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier : Campus, 2011.

“Leia íntegra da carta de Lula para acalmar o mercado financeiro”. *Folha Online*, 24 de junho de 2002. https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u33908.shtml.

“Leia íntegra do documento PT-Bovespa para o mercado de capitais”. Folha Online, 17 de outubro de 2002. https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u57382.shtml.

LEITE, Marcel. “O processo de financeirização do segmento da previdência complementar privada”. In:_____ et. al. (org). *O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor a Lula*, 201–16. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

LEMOS, Géssika da Silva. “Ecossistema de startups agtech no Brasil : inovação, competitividade e upgrading no agronegócio”. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade de Brasília, 2018. http://bdm.unb.br/handle/10483/19602.

LENIN, Vladimir I. *O imperialismo, etapa superior do capitalismo*. Campinas: Unicamp, 2011. http://eventohistedbr.com.br/editora/wp-content/uploads/2011/07/lenin_imperialismo_navegando_ebook.pdf.

LIMA, Mariana Miranda. “A natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio e as convenções para evitar a dupla tributação”. Mestrado, Universidade de São Paulo, 2009. https://doi.org/10.11606/D.2.2009.tde-20102011-134923.

LORDON, Frédéric. “Fechar a Bolsa?” *Le Monde Diplomatique Brasil*, 3 de fevereiro de 2010, 31 edição, seç. Economia. http://diplomatique.org.br/fechar-a-bolsa/.

———. *Fonds de pension, piège à cons ?* Paris: Liber, 2000.

"Lula quer apoio para o déficit zero". Estadão, 5 de julho de 2005. https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,lula-quer-apoio-para-o-deficit-zero,20050705p8314.

MACHADO, Fernando. SAMPAIO JR, Plínio de Arruda. "Capital internacional e vulnerabilidade externa". *Jornal do Economistas - Corecon*. junho de 2012, 275 edição.

"Maddison Historical GDP Data , World Economics". World Economics. Acessado 6 de julho de 2016. http://www.worldeconomics.com/Data/MadisonHistoricalGDP/Madison%20Historical%20GDP%20Data.efp.

MAGALHÃES, Andre Simas. "Determinantes dos fundos soberanos de investimentos e o caso brasileiro". *http://www.ipea.gov.br*, agosto de 2011. http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/6240.

MALAQUIAS, Rodrigo. PEIXOTO, Fernanda. JONES, Graciela. "Fundos de Investimentos, Bancos Administradores e Empréstimos Concedidos a Empresas Abertas: uma Análise no Cenário Brasileiro". Artigo apresentado em XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, julho de 2014. http://www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos142014/329.pdf.

MARQUES, Rosa Maria. NAKATANI, Paulo. "Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil". *Caderno CRH* 26, nº 67 (abril de 2013): 65–78. https://doi.org/10.1590/S0103-49792013000100005.

MARQUETTI, Adalmir Antonio. MORRONE, Henrique. MIEBACH, Alessandro. OURIQUE, Luiz Eduardo. "Measuring the Profit Rate in an Inflationary Context: The Case of Brazil, 1955–2008". *Review of Radical Political Economics* 51, nº 1 (1º de março de 2019): 52–74. https://doi.org/10.1177/0486613416689834.

MARQUETTI, Adalmir. HOFF, Cecília. MIEBACH, Alessandro. "Lucratividade e Distribuição: A Origem Econômica da Crise Política Brasileira", 30 de outubro de 2016. https://www.researchgate.net/publication/312191358_Lucratividade_e_Distribuicao_A_Origem_Economica_da_Crise_Politica_Brasileira.

MARQUETTI, Aldair. "A Economia Brasileira no Capitalismo Neoliberal: Progresso Técnico, Distribuição de Renda e Mudança Institucional". Artigo apresentado em VIII Encontro de Economia Política, Florianópolis, 2003. http://raceadmv3.nuca.ie.ufrj.br/buscarace/Docs/aamarquetti4.pdf.

MARTINS, Carlos Eduardo. *Globalização, Dependência e Neoliberalismo na América Latina*. BOITEMPO, 2011.

MARTINS, Guilherme Klein. RUGITSKY, Fernando. "The Commodities Boom and the Profit Squeeze: Output and Profit Cycles in Brazil (1996-2016)". Working Papers, Department of Economics. University of São Paulo (FEA-USP), 14 de junho de 2018. https://ideas.repec.org/p/spa/wpaper/2018wpecon09.html.

MARX, Karl. *Grundrisse: Manuscritos Econômicos de 1857-1858*. 1ª. São Paulo: Boitempo, 2011.

———. *O capital: crítica da economia política (Livro I, Vol. II)*. Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

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

———. *O capital: crítica da economia política (Livro III, Vol. IV)*. Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

MARX, Karl, e Friedrich ENGELS. "As lutas de classes na França de 1848 a 1850". In:_____. *Obras Escolhidas*, I:111–98. Rio de Janeiro: Editorial Vitória, 1956.

MEDEIROS, Carlos de. "Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina". In: TAVARES, Maria da Conceição . FIORI, José Luís (org.). *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização*, 279–346. Petrópolis: Vozes, 1998.

MEDEIROS, Marcelo. "Distribuição Da Riqueza No Brasil: Limitações a Uma Estimativa Precisa a Partir Dos Dados Tabulados Do IRPF Disponíveis". SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY:

Social Science Research Network, 15 de agosto de 2015. https://papers.ssrn.com/abstract=2641192.

———. “O mundo é o lugar mais desigual do mundo”. *Piauí (online)*, junho de 2016. https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-mundo-e-o-lugar-mais-desigual-do-mundo/.

MEDEIROS, Marcelo. CASTRO, Fabio. “A Composição Da Renda No Topo Da Distribuição: Evolução No Brasil Entre 2006 E 2012, a Partir De Informações Do Imposto De Renda”. *Economia e Sociedade* 27, nº 2 (63) (agosto de 2018): 577–605.

MEDEIROS, Marcelo. SOUZA, Pedro HGF. “A estabilidade da desigualdade no Brasil entre 2006 e 2012: resultados adicionais (Texto para Discussão 2170)”. IPEA, fevereiro de 2016. http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6584/1/td_2170.pdf.

MEDEIROS, Marcelo, SOUZA, Pedro HGF. CASTRO, Fabio Avila de. “O topo da distribuição de renda no Brasil: primeiras estimativas com dados tributários e comparação com pesquisas domiciliares (2006-2012)”. *Dados* 58, nº 1 (2015): 7–36.

MIEBACH, Alessandro. “Trajetória recente da taxa de lucro”. *Carta de Conjuntura FEE*, 2015. http://carta.fee.tche.br/article/trajetoria-recente-da-taxa-de-lucro/.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de. “A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2008”. *Revista Debate Econômico* 2, nº 1 (29 de setembro de 2014): 31–47.

———. “Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012”. Tese de Doutorado, UFMG, 2013.

MODÉ, Leandro. PACHECO, Paula. “País tem o maior spread bancário do mundo”. Estadão, 9 de dezembro de 2008. http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,pais-tem-o-maior-spread-bancario-do-mundo,290757.

MORGAN, Marc. “Falling Inequality beneath Extreme and Persistent Concentration: New Evidence for Brazil Combining National Accounts, Surveys and Fiscal Data, 2001-2015 (Working Paper 2017/12)”. World Wealth and Income Data Base, agosto de 2017. https://wid.world/document/extreme-persistent-inequality-new-evidence-brazil-combining-national-accounts-surveys-fiscal-data-2001-2015-wid-world-working-paper-201712/.

NAKATANI, Paulo. SABADINI, Maurício. “Sistema Financeiro e Mercado de Capitais”. In: MARQUES, Rosa. FERREIRA, Mariana (org.). *O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor a Lula*, 75–101. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

NERI, Marcelo. VAZ, Fabio. SOUZA, Pedro HGF. “Efeitos macroeconômicos do programa Bolsa Família: uma análise comparativa das transferências sociais”. In: CAMPELLO, Tereza. NERI, Marcelo (org.). *Programa Bolsa Família : uma década de inclusão e cidadania*. Brasília: IPEA, 2013. http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/131015_bolsa_familia_cap11.pdf.

NESE, Arlete. “O papel dos fundos de pensão como acionistas: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto entre 1995 e 2009”. Mestrado, Insper, 2012. http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1033/ARLETE%20DE%20ARAUJO%20SILVA%20NESE.pdf?sequence=1.

NORFIELD, Tony. “Derivatives and Capitalist Markets: The Speculative Heart of Capital”. *Historical Materialism* 20, nº 1 (1º de janeiro de 2012): 103–32. https://doi.org/10.1163/156920612X634735.

“O Brasil é o 6º país que mais recebe investimento estrangeiro”. RENAI - Rede Nacional de Informações sobre o Investimento, 24 de junho de 2016. http://investimentos.mdic.gov.br/noticia/conteudo/sq_noticia/609.

OECD. “Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds - Report on pension funds’ long-term investments (2015)”. OECD, 2016. http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Large-Pension-Funds-Survey.pdf.

OLIVEIRA, Francisco de. *Crítica à razão dualista/O ornitorrinco*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2003.
———. "Hegemonia às avessas". *Revista Piauí*, janeiro de 2007. http://revistapiaui.estadao.com.br/materia/hegemonia-as-avessas/.
OSTRY, Jonathan. LOUNGANI, Prakash. FURCERI, Davide. "Neoliberalism: Oversold?" *Finance & Development* 53, nº 2 (junho de 2016): 38–41.
"Pacto de Mediocridade: a guerra subterrânea dos trabalhadores da Livraria Cultura (1)". Passa Palavra, 21 de abril de 2019. https://passapalavra.info/2019/04/126181/.
PANIZZA, Ugo. "Domestic Public Debt in Developing Countries". *UNCTAD* (blog), 2007. https://vi.unctad.org/debt/debt/m2/documents/panizza2007.PDF.
"Parecer Nº 110 de 2015-CN". Senado Federal, 8 de dezembro de 2015. http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=184751&tp=1.
PARK, Joonkyu. "Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development - IMF Working Paper 12/224", setembro de 2012. https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf.
PAULANI, Leda. "A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil". *Estudos Avançados* 23, nº 66 (2009): 25–39.
———. *Brasil delivery: servidão financeira e estado de emergência econômico*. 1a ed. Coleção Estado de sítio. São Paulo: Boitempo Editorial, 2008.
———. "Seguridade social, regimes previdenciários e padrão de acumulação: uma nota teórica e uma reflexão sobre o Brasil". In: FAGNANI, Eduardo (org.). *Previdência social: como incluir os excluídos?*. Centro de Estudos Sindicais e de Economia do Trabalho (Campinas, São Paulo, Brazil), e Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Brazil). Debates contemporâneos. Economia social e do trabalho 4. Campinas : São Paulo: CESIT, Unicamp, IE-Instituto de Economia ; Editora LTR, 2008.
PAULANI, Leda Maria. "A Inserção da economia brasileira no cenário mundial : uma reflexão sobre a situação atual à luz da história". *http://www.ipea.gov.br*, junho de 2012. http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4554.
PIKETTY, Thomas. *O capital no século XXI*. Intrínseca, 2014.
PINTO, Eduardo Costa. "Bloco no Poder e Governo Lula: grupos econômicos, política econômica e novo eixo sino-americano". Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010. http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graducao/ppge/Eduardo_Costa.pdf.
PINTO, Eduardo. GUEDES PINTO, José Paulo. "A economia política dos governos Dilma: acumulação, bloco no poder e crise (Texto para discussão nº 4/2016)". Instituto de Economia da UFRJ/Brasil, 1º de janeiro de 2016.
"Plano Diretor de Estratégia Nacional de Educação Financeira". Vida e dinheiro, 2008. http://www.vidaedinheiro.gov.br/wp-content/uploads/2017/08/Plano-Diretor-ENEF-Estrategia-Nacional-de-Educacao-Financeira.pdf.
"Plano Diretor de Mercado de Capitais". *Instituto CODEMEC* (blog). Acessado 27 de junho de 2018. http://codemec.org.br/plano-diretor-de-mercado-de-capitais/.
PLANTIER, Chris. "Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds". SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 31 de março de 2014. https://papers.ssrn.com/abstract=2421131.
———. "Sizing Up Mutual Fund and ETF Investment in Emerging Markets". *ICI Viewpoint* (blog), 18 de agosto de 2014. https://www.ici.org/viewpoints/view_14_sizing_funds_em.
PLIHON, Dominique. "As grandes empresas fragilizadas pela finança". In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, 133–51. São Paulo, SP: Boitempo, 2005.
———. "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano". In: CHESNAIS, François (org.). *A mundialização*

financeira: gênese, custos e riscos, 97–139. São Paulo: Xamã, 1998. www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=451&tp=a.
———. "Economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira". *Economia e Sociedade* 13 (dezembro de 1999): 41–56.
PODER EXECUTIVO. Decreto Nº 3.088, Pub. L. No. 3.088 (1999). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm.
———. Medida Provisória nº 206/2004, Pub. L. No. 206 (2004). http://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2004/medidaprovisoria-206-6-agosto-2004-533233-norma-pe.html.
POULANTZAS, Nicos. "As classes sociais". *Estudos Cebrap*, nº 3 (1973): 6–39.
PRADO, Eleutério. "Capital Financeiro e Capitalismo Contemporâneo: qual a relação?" Economia e Complexidade, 2010. https://eleuterioprado.files.wordpress.com/2010/07/baixar-posicao-2.pdf.
———. *Desmedida do valor: crítica da pós-grande indústria*. São Paulo: XAMÃ, 2005.
PRATES, Rodolfo Coelho. REZENDE, Adriano Alves de. "Considerações a respeito do Balanço de Pagamentos: uma análise da evolução e dinâmica das contas brasileiras no período 2000-2014". *Revista Paranaense de Desenvolvimento - RPD* 36, nº 128 (30 de junho de 2015): 65-81–81.
"Previ - Estatutos". PREVI. Acessado 20 de agosto de 2018. http://www.previ.com.br/a-previ/normativos/estatutos/.
PUNSUVO, Fábio Riberi. KAYO, Eduardo Kazuo. BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. "O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa". *Revista Contabilidade & Finanças* 18, nº 45 (1º de dezembro de 2007): 63–72. https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006.
PwC. "Beyond their Borders: Evolution of foreign investment by pension funds". ALFI, 2015. http://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-am-beyond-their-borders.pdf.
PwC-IBRI. "Abertura de capital no Brasil: o processo e o papel do profissional de relações com investidores", 2014. https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/mercado-capitais/2014/pwc-abertura-capital-brasil-processo-papel-profissional-relacoes-investidores.pdf.
"Rating de Seguros - Consultoria". Rating de Seguros. Acessado 11 de agosto de 2018. http://www.ratingdeseguros.com.br/Ranking.htm.
"Regulamento do BB Carteira Ativa Fundo de Investimento em Ações". Guiainvest. Acessado 20 de agosto de 2018. http://www.guiainvest.com.br/dados/fundo/845%5CRegulamento_845_2016_01_19.pdf.
"Relatório anual 2010 - Fundação Itaubanco (fundo de pensão)", 2010. https://www.fundacaoitauunibanco.com.br/images/relatorios/fundacao_itau_unibanco/2010_fundacao_itau_unibanco.pdf.
"Relatório Anual da Dívida - 2016". Tesouro Nacional, 2017. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD_2016_pt-br.pdf/ec1dfc42-8088-49ad-9bb7-535a220307e6.
"Relatórios de Atividades PND". BNDES. Acessado 28 de abril de 2019. http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/Relatorios-de-Atividades-PND.
"Resoluções CGPC — Previc". Previc. Acessado 18 de julho de 2018. http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cgpc.
"Robin Hood Coop". Acessado 12 de maio de 2019. https://www.robinhoodcoop.org/.
ROCHA, Marco Antonio Martins da. "Grupos econômicos e capital financeiro : uma história recente do grande capital brasileiro". Tese de Doutorado, Universidade Estadual de Campinas, 2013. https://www3.eco.unicamp.br/neit/images/Downloads/Marco_Rocha_TESE_Grupos_Econ

micos_e_Capital_Financeiro_2013.pdf.
ROLNIK, Raquel. *Guerra dos lugares: a colonização da terra e da moradia na era das finanças*. São Paulo, SP: Boitempo, 2015.
ROZANOV, Andrew. "Who Holds the Wealth of Nations?" State Street Global Advisors, agosto de 2005. http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf.
SAES, Décio. "As frações da classe dominante no capitalismo: uma reflexão teórica". In: PINHEIRO, Milton. CODATO, Adriano Nervo. *Ditadura: o que resta da transição*, 105–18. Coleção Estado de sítio. São Paulo, SP: Boitempo Editorial, 2014.
SALAMA, Pierre. "A abertura revisitada: crítica teórica e empírica do livre-comércio. Atualidade do pensamento de Ruy Mauro Marini sobre a mais-valia absoluta". In: SADER, Emir. SANTOS, Theotônio dos. *America Latina e os desafios da globalização*, 217–50. Rio de Janeiro; São Paulo: Boitempo, 2009.
———. "A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas". In: CHESNAIS, François (org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*, 211–47. São Paulo: Xamã, 1998.
SALAMA, Pierre. CAMARA Mamadou. "A inserção diferenciada - com efeitos paradoxais - dos países em desenvolvimento na mundialização financeira". In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, 199–221. São Paulo, SP: Boitempo, 2005.
SALAMA, Pierre Salama. "Financiarisation au Brésil : « un tigre en papier, avec des dents atomiques » ?" *Attac France - Les Possibles* 3 (23 de maio de 2014): 1–15.
SALVADOR, Evilasio. "Seguridade Social na Conjuntura Atual". CRESS, 2010. http://www.cress-sc.org.br/img/noticias/Previdencia/Seguridade%20Social%20na%20Conjuntura%20Atual%20Evilasio%20Salvador.pdf.
SANT'ANNA, André. "Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2006". Artigo apresentado em XI Jornadas de Economia Crítica, Bilbao, 2008. http://pendientedemigracion.ucm.es/info/ec/ecocri/cas/albuquerque_sant_anna.pdf.
SAUVIAT, Catherine. "Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes: quelques éléments de problématique et d'état des lieux". *Économies et Sociétés*, Série F, 41, nº jul-ago (2003): 1463–1504.
———. "Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário". In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, 109–32. São Paulo, SP: Boitempo, 2005.
SCHAEFER, Steve. "19 maiores empresas do Brasil em 2016". *Forbes Brasil* (blog). Acessado 22 de novembro de 2016. http://www.forbes.com.br/listas/2016/05/19-maiores-empresas-do-brasil-em-2016/.
SCHINCARIOL, Vitor Eduardo. *Crescimento Econômico No Brasil. 2003-2010*. São Paulo: LCTE, 2012.
"Senado aprova a securitização de dívidas de entes federados". Senado Notícias, 13 de dezembro de 2017. https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/12/13/senado-aprova-a-securitizacao-de-dividas-de-entes-federados.
SERFATI, Claude. "O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia". In: CHESNAIS, François (org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*, 141–81. São Paulo: Xamã, 1998.
SILVA, Fabiana Lopes da. PERIS, Renata Wandroski. CHAN, Betty Lilian. BORELLI, Elizabeth. "Evolução do Mercado Segurador e crescimento econômico no Brasil". *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)* 2, nº 2 (2015): 21–36.

SILVA, Silvio. “A Liberalização do Investimento Estrangeiro e do Mercado Cambial no Brasil”. Texto para Discussão. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa (Senado Federal), outubro de 2013. https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-141-a-liberalizacao-do-investimento-estrangeiro-e-do-mercado-cambial-no-brasil.

SINGER, André. *O lulismo em crise: um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016)*. São Paulo, Brazil: Companhia das Letras, 2018.

———. “Raízes sociais e ideológicas do lulismo”. *Novos estudos-CEBRAP*, nº 85 (2009): 83–102.

SOUZA, Silas Cardoso de. “As entidades fechadas de previdência complementar enquanto instrumentos de atuação do Estado na economia”. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, 2015. http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-26022016-091559/.

SRNICEK, Nick. DE SUTTER, Laurent. *Platform capitalism*. Theory redux. Cambridge, UK ; Malden, MA: Polity, 2017.

STOCKHAMMER, Engelbert. “Financialisation and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics* 28, nº 5 (2004): 719–41.

———. “Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime”. Working Paper. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, 2007. https://ideas.repec.org/p/uma/periwp/wp142.html.

“Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Informes estatísticos”. Portal PREVIC Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Acessado 6 de janeiro de 2017. http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos.

SUSEP. “6º Relatório de análise e acompanhamento dos mercados supervisionados”, 31 de julho de 2018. http://www.susep.gov.br/menuestatistica/SES/6b0%20Relat_Acomp_Mercado_2018.pdf.

“SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute”. SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute. Acessado 27 de março de 2017. http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/.

TAVARES, Maria da Conceição. “A retomada da hegemonia norte-americana”. In: TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís. *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização*, Edição: 4ª., 27–53. Petrópolis: Vozes, 1998.

TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís, orgs. *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização*. Edição: 4ª. Petrópolis: Vozes, 1998.

TAVARES, Maria da Conceição. MELIN, Luiz Eduardo. “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís. *Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização*, Edição: 4ª., 55–86. Petrópolis: Vozes, 1998.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves. “Dependência, desenvolvimento e dominância financeira: a economia brasileira e o capitalismo mundial”. Text, Universidade de São Paulo, 2007. http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-03052007-094244/.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves. PINTO, Eduardo Costa. “As políticas econômicas dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico”. *Economia e Sociedade* 21, nº SPE (2012): 909–941.

UNCTAD. “80% of trade takes place in ‘value chains’ linked to transnational corporations”, 2013. http://unctad.org/en/pages/PressRelease.aspx?OriginalVersionID=113.

“UNCTAD | Foreign Direct Investment (FDI)”. UNCTAD. Acessado 24 de agosto de 2018. http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Foreign-Direct-Investment-(FDI).aspx.

VALARINI, Elizângela. ELIAS, Friederike. POHLMANN, Markus. “O espírito capitalista neoliberal na América Latina: o papel da orientação para o mercado financeiro nas grandes empresas argentinas e brasileiras”. *Plural (São Paulo. Online)* 22, nº 2 (17 de março de 2016): 37–80. https://doi.org/10.11606/issn.2176-8099.pcso.2015.112450.

VARGA, Gyorgy. WENGERT, Maxim. “A indústria de fundos de investimentos no Brasil”. *Revista*

de Economia e Administração 10, nº 1 (2011): 66–109.
VERNENGO, Matias. “Belindia Goes to Washington: The Brazilian Economy after the Reforms”. In: TAYLOR, Lance (org.). *External liberalization in Asia, post-socialist Europe, and Brazil*, 42–64. Oxford ; New York: Oxford University Press, 2006.
WALLERSTEIN, Immanuel. “Dependence in an interdependent world: the limited possibilities of transformation within the capitalist world economy”. *African Studies Review* 17, nº 01 (1975): 1–26.
———. “Mundialização ou era de transição? Uma visão de longo prazo da trajetória do sistema-mundo”. In: CHESNAIS, François, DUMÉNIL, Gérard. LÉVY, Dominique. WALLERSTEIN, Immanuel. *Uma nova fase do capitalismo?*, 71–92, 1ª. São Paulo: Xamã, 2003.
———. “Three Stages of Africa Involvement in The World-Economy”. In: GUTKIND, Peter CW. WALLERSTEIN, Immanuel (org). *Political Economy of Contemporary Africa*, 30–57. London: Sage, 1985.
“WFE Annual Statistics Guide 2015”. World Federation of Exchanges. Acessado 25 de dezembro de 2017. https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics.
WRIGHT, Erik Olin. *Classe, crise e o estado*. Rio de Janeiro: Zahar, 1981.
———. *The Debate on Classes*. Updated edition. London: Verso, 1998.
ZANETTI, Augusto. VARGAS, João Tristan. *Taylorismo e fordismo na indústria paulista: o empresariado e os projetos de organização racional do trabalho, 1920-1940*. São Paulo, SP, Brasil: Associação Editorial Humanitas : FAPESP, 2007.