JÚLIA NORMANDE LINS

As bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Titular Dr. André Ramos Tavares

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2019

JÚLIA NORMANDE LINS

As bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob a orientação do Professor Titular Dr. André Ramos Tavares.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo-SP
2019

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

Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Lins, Júlia Normande
As bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil / Júlia Normande Lins – São Paulo ; J. N. Lins, 2019.
2**91** f.; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2019.
Orientador: Prof. André Ramos Tavares.
Notas de rodapé.
Inclui bibliografia

1. Direito econômico. 2. Desenvolvimento. 3. Financeirização. 4. Dependência. I. Tavares, André Ramos. II. Título.

Nome: LINS, Júlia Normande

Título: As bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Direito.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Profa. Dra. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

AGRADECIMENTOS

É talvez chegada a parte mais complicada do trabalho. Similar ao que aconteceu nas demais seções, é difícil saber por onde começar. Esse trecho traz em si um elemento que circunda os três intermináveis anos de elaboração do trabalho: o agradecimento àquelas pessoas que estiveram, durante toda a trajetória, alimentando o conteúdo técnico e fornecendo o equilíbrio emocional essenciais à construção do conhecimento, que é incapaz de ser produzido sozinho.

Nada mais elementar do que iniciar essa seção agradecendo aos meus pais, afinal foram eles os que deram o pontapé inicial de toda a construção. Não caberia nesse pequeno espaço o tamanho da minha gratidão – passaria páginas e mais páginas para demonstrar o quão essenciais foram todos esses anos. À minha mãe, professora que é, por todo o suporte acadêmico e emocional que me deu quando tudo parecia dar errado. Obrigada pelas palavras sempre doces e sensatas. Ao meu pai, agradeço a transmissão de leveza e tranquilidade quando tudo parecia pesado e conturbado.

Aos professores da Universidade de São Paulo, André Ramos Tavares, Gilberto Bercovici, Leda Paulani, Alessandro Octaviani, José Tadeu De Chiara e Luís Fernando Massonetto pelas inspiradoras lições e por compartilhar com tanta paixão o conhecimento crítico e contestador. Dentre aulas e cafés, foram essenciais as explicações, os conselhos e as provocações. Ao meu berço, a Universidade Federal de Alagoas, na pessoa do professor Gabriel Ivo, agradeço, com todo o carinho, o empurrão inicial da trajetória.

Ao Ernesto Tzirulnik, pelo inspirador exemplo de humanidade, persistência e esperança na luta pelo ideal que acreditamos. Agradeço também a confiança e o carinhoso acolhimento desde o primeiro dia em que cheguei a São Paulo, além da paciência e apoio para a elaboração do trabalho.

À Jéssica, simplesmente por tudo – desde os ouvidos e companhia para as vitórias e lamentações até os desdobramentos práticos de suporte à tresloucada dinâmica de alguns meses para cá; nunca tendo economizado no carinho e sorrisos. À Lea, pelo conhecimento, suporte e cuidado que me dispensou desde sempre. À Mayra, pela companhia, carinho e compreensão. Ao Wolf, por tornar a elaboração do trabalho mais leve e por me encher de experiência e conhecimento. Aos amigos Karen, Renato e Ugá, companheiros de vida, militância e academia, sempre à disposição para me escutar e debater os temas mais caros ao trabalho.

Aos colegas de escritório, Tiago, Gustavo, Paulo, Maurício, Carlos, Luisa, Isabella, Renata e Vitor, pela paciência e apoio diante das ausências em toda essa conturbada fase de difícil conciliação, pelos valiosos ensinamentos sobre o exercício da advocacia, e por me acolherem com tanto carinho.

À Gabriella, pela cuidadosa e generosa revisão.

A todos os demais que fizeram parte dessa caminhada, muito obrigada!

A democracia é um luxo do Norte. Ao Sul é permitido o espetáculo, que não é negado a ninguém. E ninguém se incomoda muito, afinal, que a política seja democrática, desde que a economia não o seja. Quando as cortinas se fecham no palco, uma vez que os votos foram depositados nas urnas, a realidade impõe a lei do mais forte, que é a lei do dinheiro. Assim determina a ordem natural das coisas. No Sul do mundo, ensina o sistema: a violência e a fome não pertencem à história, mas à natureza, e a justiça e a liberdade foram condenadas a odiar-se entre si.

Eduardo Galeano

RESUMO

Júlia Normande Lins: As bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil. 17/01/2019. 291 p. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 17/01/2019.

Este trabalho tem o objetivo de identificar as bases da financeirização no desenvolvimento econômico do Brasil. Com base na pesquisa teórica realizada sobre o conceito e especificidade do processo de financeirização, e concebendo a adequação desse conceito às particularidades de uma nação dependente, será observada, a partir da análise da história brasileira e da atuação do Estado na condução da política econômica, a forma como se deu a inserção do país na dinâmica da mundialização financeira e as mudanças estruturais observadas que levaram ao progressivo domínio do setor financeiro sobre o setor produtivo. O marco temporal da análise histórica compreende dois períodos distintos que podem ser caracterizados como determinantes para consolidar as bases da financeirização no Brasil: a que corresponde à a ditadura civil-militar, compreendida como a gênese da financeirização, porém, ainda numa fase precoce e embrionária; e a que compreende a redemocratização à gestão de Fernando Henrique Cardoso, quando se observa a continuidade e consolidação da inserção brasileira na dinâmica da dominância financeira.

Palavras-chave: Direito Econômico. Desenvolvimento. Financeirização. Dependência.

ABSTRACT

Júlia Normande Lins: The grounds for financialization on the economic development of Brazil. 01/17/2019. 291 p. Master – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 01/17/2019.

The purpose of this dissertation is to identify the grounds for the financialization on the economic development of Brazil. Based on theoretical research carried out on the concept and specificity of the financialization process, and conceiving the adequacy of this concept to the particularities of a dependent nation, it will be observed, from analyzing Brazilian history and the performance of the State conducting economic policy, the way in which the country inserted itself in the dynamics of financial globalization and the observed structural changes that led to the progressive domination of the financial sector over the productive sector. The temporal framework of the historical analysis comprises two distinct periods that can be characterized as determinants to consolidate the bases of financialization in Brazil: one that corresponds to the civil-military dictatorship, understood as the genesis of financialization, but still in an early embryonic phase; and one that comprises the redemocratization and the Fernando Henrique Cardoso administration, when it is possible to notice the continuity and consolidation of the Brazilian insertion in the dynamics of financial dominance.

Keywords: Economic Law. Development. Financialization. Dependency.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 9

CAPÍTULO I – FINANCEIRIZAÇÃO 16

I.1. Modo de produção capitalista e as formas do capital 16

I. 2. Capital portador de juros e Capital fictício 21

I.3. Capital monetário como instrumento funcional ao capital industrial 30

I.4. Desequilíbrios: capital monetário, capital industrial e capital financeiro 38

I.5. *Financeirizações* 48

I.6. Autonomização e dominação financeira 53

I.6.1. Capital produtivo e dominância financeira 58

I.6.2. Capital monetário e dominância financeira 61

I.6.3. Estado, luta de classes e dominação financeira 63

I.6.4. Estados e dominação financeira: a mundialização financeira 65

I.7. O contexto histórico-econômico mundial da financeirização e a inserção da América Latina 70

CAPÍTULO II – GÊNESE: FINANCEIRIZAÇÃO PRECOCE 90

II.1. Pressupostos de análise 90

II.2. Política econômica na ditadura militar 91

II.3. Um sistema financeiro reestruturado para a produção 107

II.4. Os títulos da dívida pública e a "ciranda financeira" 116

II.5. A dívida externa anômala 126

II.5.1. Cenário internacional 126

II.5.2. A dívida externa brasileira na ditadura civil-militar 130

II.6. Financeirização precoce: dívida interna, dívida externa e o desmonte do sistema financeiro nacional 147

CAPÍTULO III – CONTINUIDADE: FINANCEIRIZAÇÃO CONSOLIDADA 163

III.1. Pressupostos de análise 163

III.2. Redemocratização conturbada: os planos de estabilização monetária 164

III.3. Os planos de Fernando Henrique Cardoso 178

III.4. Abertura e liberalização financeira 194

III.5. Financeirização consolidada: o Plano Real, a abertura e desregulamentação financeira 217

CONCLUSÕES 264

REFERÊNCIAS 274

INTRODUÇÃO

Entende-se, para os fins deste trabalho, que apenas é possível compreender a forma jurídica se também compreendidos os interesses por detrás de sua forma. A forma jurídica deriva das relações de produção do sistema capitalista, cuja análise não pode dissociar-se da realidade econômica em que está inserida.[1] A forma jurídica é, ao mesmo tempo, produto do conflito entre os poderes que compõem a sociedade e instrumentalizadora dessas relações.[2]

Sob essa perspectiva, o estudo do direito econômico tem como finalidade traduzir as normas jurídicas que instrumentalizam a política econômica do Estado, possibilitando o estudo sistemático de matérias correlatas e não se atendo à análise puramente dogmática do direito.[3] Assim, os fenômenos aqui analisados são observados tendo-se em vista o reconhecimento de que os instrumentos jurídicos e de política econômica são forjados no bojo da luta de classes, que por sua vez são identificados por interesses definidos que dão sustentação à atuação estatal.

É na direção dessa perspectiva que é estruturada a presente dissertação.

---

[1] Sobre o tema: BERCOVICI, Gilberto; OCTAVIANI, Alessandro. Direito e subdesenvolvimento. In: OCTAVIANI, Alessandro. **Estudos, pareceres e votos de direito econômico**. São Paulo: Singular, 2014. Para uma abordagem marxista do assunto conferir: PACHUKANIS, Evgeni. **Teoria geral do direito e marxismo**. São Paulo: Editora Acadêmica, 1988; MASCARO, Alysson Leandro. **Estado e forma política**. São Paulo: Boitempo, 2013; CALDAS, Camilo Onoda. **A teoria da derivação do estado e do direito**. São Paulo: Outras Expressões, 2015; NAVES, Márcio Bilharinho. **Marxismo e direito**: um estudo sobre Pachukanis. São Paulo: Boitempo, 2008; NAVES, Márcio Bilharinho. **A questão do direito em Marx**. São Paulo: Outras Expressões/Dobra Universitário, 2014.

[2] "O novo direito econômico surge como o conjunto das técnicas jurídicas de que lança mão o Estado contemporâneo na realização de sua política econômica. Ele constitui assim a disciplina normativa da ação estatal sobre as estruturas do sistema econômico, seja esse centralizado ou descentralizado". COMPARATO, Fábio Konder. O indispensável direito econômico. In: _____. **Ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 465. Conferir também: BERCOVICI, Gilberto. O ainda indispensável direito econômico. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudineu (orgs.). **Direitos humanos, democracia e república**: homenagem a Fábio Konder Comparato, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

[3] Eros Grau, em fundamental contribuição, ao entender o Direito Econômico tanto como método quanto ramo do direito, bem elucida: "O Direito Econômico, se não instala, por si só, o movimento que tende a alinhar ao lado da Teoria Jurídica Formal, a Doutrina Real do Direito, a ele confere a devida importância e relevância. Pensar Direito Econômico é pensar o Direito como um nível do todo social – nível da realidade, pois – como mediação específica e necessária das relações econômicas. Pensar Direito Econômico é optar pela adoção de um modelo de interpretação essencialmente teleológica, funcional, que instrumentará toda a interpretação jurídica, no sentido de que conforma a interpretação de todo o Direito formal. É concebê-lo – o Direito Econômico – como um novo método de análise, substancial e crítica, que o transforma não em *Direito de síntese*, mas em *sincretismo metodológico*. Tudo isso, contudo, sem que se perca de vista o comprometimento econômico do Direito, o que impõe o estudo da sua utilidade funcional. GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**: interpretação e crítica. 9. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2004, p. 137-138.

A *financeirização* é um conceito que reúne um aglomerado das mais variadas abordagens. O primeiro desafio deste trabalho – que gerou o primeiro capítulo – foi a tentativa de compreender, ante a enorme quantidade de textos que abordam o tema sob diferentes perspectivas, se todos tratavam do mesmo fenômeno. Optou-se, nesse momento, por filtrar aquelas abordagens originadas de autores influenciados pelo pensamento marxista e keynesiano. No entanto, dentre elas também o "sem número" de leques se abriu.

Não apenas a existência do próprio fenômeno – por vezes considerado apenas como mais uma fase de desenvolvimento do sistema capitalista que tende a se repetir ao longo da história, ou, contrariamente, caracterizado como um novo regime de acumulação sem precedentes –, mas mesmo a forma que o domínio das finanças assume a partir do final da década de 1960 e é abstraído por esses autores é alvo de acirrada discussão: seria a financeirização caracterizada pela crescente ingerência dos investidores institucionais na estrutura societária das empresas a ponto de substituir a obtenção do excedente por meio da via tipicamente produtiva pela obtenção do excedente por meio da valorização financeira? Seria a financeirização o aparelhamento do Estado pelo bloco de poder representado por aqueles que se beneficiam da valorização financeira e que direcionaria a atividade estatal para a consecução dos interesses dessa classe? Ou seria a financeirização um processo generalizado de autonomia e domínio das finanças sobre o setor produtivo capaz de incidir com maior ou menor intensidade e de diferentes formas, seja na estrutura societária das empresas, seja no controle do Estado, seja na organização dos trabalhadores, nos países que para si incorporaram essa dinâmica?

Além disso, por que a ascensão das finanças, como setor dominante e relativamente autônomo, seria preocupante e constituiria um problema para o desenvolvimento econômico de um país? Qual deve ser o papel das finanças para o desenvolvimento, principalmente no caso das economias dependentes e subdesenvolvidas? O domínio das finanças seria ainda mais devastador do que o domínio do capital produtivo, motor do sistema capitalista e que se alimenta da exploração do trabalho?

Sobre todas essas indagações, que estão longe de serem exaustivas, há um elemento em comum: o entendimento de que, a partir do final da década de 1960, iniciou-se um processo de modificação na dinâmica do sistema capitalista de produção que impôs – tanto no âmbito das relações de troca entre os países quanto no âmbito interno a eles – o predomínio do interesse e da lógica financeira sobre a produtiva. A caracterização desse

fenômeno e os efeitos de sua incorporação por determinados países, embora seja pauta de livros, produções acadêmicas e noticiários, padece de conclusões terminativas.

Partindo da premissa da existência dessa nova lógica que faz predominar o interesse das finanças, originada e incorporada no território norte-americano e, posteriormente, disseminada para a dinâmica das relações entre os países, restava tentar entender como as nações periféricas haviam se inserido no promissor mundo da finança mundializada, pois, como preceitua a inteligência das relações de troca entre nações com desenvolvimento econômico desigual, algo poderia não ter saído como o "planejado" e o melhor dos mundos poderia haver-se transformado no antiquado território das relações de acirrada dependência e subordinação historicamente devastadora para os países periféricos.

Com base nessa premissa, outros questionamentos advieram no desenvolver do trabalho. Se houve essa inserção, e agora se tratando especificamente do caso brasileiro, ela se ateve às modificações na dinâmica das relações de troca entre nações centrais e periféricas ou essa inserção significou também a incorporação da lógica da financeirização no âmbito interno a ponto de modificar a estrutura produtiva, financeira e o direcionamento da atuação do Estado brasileiro? Qual seria, então, a forma da financeirização (caso tenha havido) incorporada pelo Brasil?

Não pretende esta dissertação, evidentemente, responder a todas essas perguntas, ante a complexidade dos processos que as envolve. As indagações, todavia, foram essenciais para a tentativa de compreender o que viria a ser o fenômeno da financeirização e da mesma forma importantes para o direcionamento do processo que envolveu a construção deste trabalho no que se refere ao caso brasileiro.

O primeiro capítulo do trabalho dedica-se a discorrer sobre o diálogo entre capital industrial, capital monetário e a relação entre ambos no regime de acumulação capitalista. Assim, buscou-se, num primeiro momento, entender as origens teóricas clássicas que influenciaram os estudiosos do processo de financeirização, entendido como uma nova dinâmica do mercado mundial e do sistema capitalista de produção de determinados países iniciada a partir da segunda metade da década de 1960, situando-as, num segundo momento, às discussões introduzidas a partir da década de 1990 por aqueles que detidamente estudaram o fenômeno na perspectiva concreta.

Ultrapassadas as premissas teóricas que envolvem o tema de um modo geral, entramos na seção em que abordaremos a inserção do Brasil no contexto da mundialização financeira e as consequências dessa inserção perante a estrutura interna do país. Os capítulos,

daí por diante, terão uma abordagem voltada para a análise histórico-econômica dos acontecimentos tidos por autores que estudam a financeirização como essenciais à compreensão dessa inserção.

O segundo capítulo trata, portanto, da dinâmica brasileira e aborda a gênese dessa inserção durante o período da ditadura civil-militar, concebida por Miguel Bruno e Ricardo Caffe como uma "financeirização precoce", pois, nesse momento, a dinâmica externa, aliada às modificações estruturais internas, levaram à criação de condições para o desenvolvimento antecipado da financeirização no Brasil. Os autores destacam dois marcos principais para esse início: a emissão de títulos públicos indexados à inflação e a reestruturação do mercado bancário-financeiro, ambos responsáveis por redefinir o papel do Estado como "garantidor e avalista do capital financeiro privado"[4]. Além desses marcos, foi adicionado o endividamento externo brasileiro decorrente do abundante e barato crédito ofertado pelo mercado financeiro internacional e que levou à crise da dívida externa, elemento essencial para entender a inserção do Brasil na dinâmica da finança mundializada.

O terceiro e último capítulo aborda o período que vai da redemocratização ao fim do governo de Fernando Henrique Cardoso. Tendo como base, principalmente, os trabalhos de Leda Paulani, Miguel Bruno e Ricardo Caffe, Rodrigo Alves Teixeira, Wilson Cano e Reinaldo Gonçalves, os acontecimentos que se sucederam no lapso temporal escolhido demarcam a inserção definitiva – e consciente – do Brasil na dinâmica da mundialização financeira com as correspondentes modificações estruturais que a acompanharam. Como será demonstrado, o Plano Real e as políticas direcionadas à abertura e liberalização financeiras, aliadas às demais intervenções influenciadas pelos preceitos neoliberais, foram elementares para a introdução, no Brasil, de um novo modelo de desenvolvimento econômico implementado pelas autoridades governamentais.

A divisão é coerente também com o período em que foram dados os primeiros passos da mundialização financeira proposto por François Chesnais[5], o qual compreende três

[4] BRUNO, Miguel. CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1034.

[5] Em obra publicada no ano de 2016 (CHESNAIS, François. **Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump**. Boston, Brill Academic Pub., 2016), Chesnais faz uma ampla análise sobre o capitalismo no século XXI com foco em seus estudos acerca da financeirização e, agora, abarcando com mais rigor as experiências das economias periféricas. O período posterior a década de 1990, apesar das enormes inovações atribuídas, é uma continuidade e evolução dos períodos anteriores considerados como a gênese e a consolidação do processo de financeirização. Não será objeto do trabalho, pois, abordar os acontecimentos posteriores à década de 1990. Já sobre a realidade brasileira a partir do governo Lula (2003 em diante), por vezes compreendida como continuidade e intensificação das políticas originadas a partir do fim da década de

etapas: (1) internacionalização financeira indireta, quando, a partir da criação do euromercado, do posterior desmonte do acordo de Bretton Woods e da imposição do padrão dólar puro, houve um retorno das finanças especulativas (entre a década de 1960 até 1978); (2) desregulamentação financeira, marcada pela segunda crise do petróleo, quadruplicação da taxa de juros internacional e crise da dívida externa nos países periféricos, ascensão dos fundos de investimentos, desintermediação bancária e incorporação da lógica curto-prazista da acumulação financeira para o setor produtivo (1979-1986); (3) abertura dos mercados acionários e incorporação definitiva dos mercados periféricos, marcada por diversas crises monetário-financeiras nessas economias (1987 em diante).[6]

Assim, é certo que o debate sobre o papel das instituições financeiras no mercado mundial ganha espaço e intensidade a partir das crises do petróleo e do colapso da dívida externa. No período, as economias periféricas foram devastadas em razão da desordem do sistema monetário internacional, ao passo que se observou a consolidação da hegemonia norte-americana nos rumos da economia global.

Embora o Brasil seja considerado um país atrasado em termos de início de estruturação do sistema financeiro, após pouco mais de 10 anos da reforma que deu o pontapé inicial ao fortalecimento e funcionalização das instituições financeiras no país, já se verificava um desenvolvimento muito acelerado, merecendo destaque que "a expansão dos ativos financeiros líquidos em relação ao volume dos ativos monetários alcançou uma

1960, e noutras ocasiões que entendem que houve um arrefecimento da dinâmica a partir da crise de 2008, é essencial as leituras dos seguintes trabalhos: BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017; BRUNO, Miguel; PAULA, Luiz Fernando de. Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. **Revista Princípios**. Ed. 151 – nov./dez. de 2017; PAULANI, Leda Maria. Não há saída sem a reversão da financeirização. **Estudos Avançados**, 31 (89), 2017; TEIXEIRA, Rodrigo; PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 21, Número Especial, p. 909-941, dez. 2012; AMARAL, Marisa Silva. **Teorias do imperialismo e da dependência**: a atualização necessária ante a financeirização do capitalismo. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas). Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2012; GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. En publicación: **Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales**. Basualdo, Eduardo M.; Arceo, Enrique. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. Agosto 2006; BERCOVICI, Gilberto. A política econômica entre a Constituição e os privilégios. **Conjur**, 28 de fevereiro de 2016. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2016-fev-28/estado-economia-politica-economica-entre-constituicao-privilegios . Acesso em: 14 de fevereiro de 2018. Também de essencial importância é a leitura do número especial (volume 26) publicado pelo periódico Economia e Sociedade no ano de 2017, que traz uma coletânea de artigos contendo diversas abordagens sobre a temática da financeirização no mundo e no Brasil.

[6] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

proporção correspondente àquela alcançada nos Estados Unidos depois de quase 100 anos de revolução".[7]

É latente a percepção de que há uma insatisfação nacional acerca da falta de transparência sobre as atividades financeiras no Brasil. As instituições, nas idas e vindas das crises econômicas nacionais e mundiais, em linhas gerais, especialmente com relação aos grupos econômicos mais poderosos e consolidados, não se abalaram. A taxa real de lucro do setor aumenta a cada ano[8], enquanto que o crescimento econômico caminha a passos lentos e a dívida pública aumenta vertiginosamente.

Tendo como base os acontecimentos e periodizações ensaiados por esses autores, e considerando esses marcos como indicativos iniciais da inserção e consolidação no Brasil da dinâmica da financeirização, os capítulos que tratam da inserção brasileira no circuito da valorização financeira e as principais mudanças observadas na dinâmica econômica interna tentam pormenorizar os aspectos essenciais dessas mudanças.

Esclarecemos, contudo, que tais marcos não são categóricos. Os capítulos não pretendem exaurir os temas nem analisar seus desdobramentos posteriores, mas compreender como a gênese desses acontecimentos influenciaram na dinâmica do desenvolvimento econômico brasileiro e como as políticas empreendidas a partir da década de 1990 inseriram, definitivamente e conscientemente, o Brasil na dinâmica que sobrepõe a lógica financeira à produtiva, a qual foi ganhando contornos em diferentes frentes de atuação à medida que foi se desenvolvendo no Brasil.

A fim de contextualizar os eixos principais da financeirização, os capítulos que tratam especificamente do caso brasileiro são iniciados com uma seção que explica a estrutura de abordagem do capítulo e outra seção introdutória que trata das principais diretrizes econômicas e resultados observados nos períodos em análise. Em seguida, são abordados os pormenores descritivos das situações que levaram determinados autores a

[7] TAVARES, Maria da Conceição. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: PRADO, Luiz Carlos Delorme. (org.). **Desenvolvimento econômico e crise**: ensaio em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares. Rio de Janeiro: Contraponto/Centro Internacional Celso Furtado, 2012, p. 252. Em que pese a velocidade do crescimento desses indicativos, a autora chama a atenção para uma diferença essencial entre ambos os países: "Certamente, porém, o seu significado e dimensões relativas são completamente distintos: nos Estados Unidos, em 1964, a massa de ativos financeiros (não-monetários) sobre o PIB foi de 56,7%, enquanto que no Brasil, em 1977, é ainda de 30%. Isto demonstra que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira extrabancária no Brasil, em relação à base bancária comercial, é muito superior ao grau de desenvolvimento financeiro avaliado como proporção do PIB".

[8] Cf. estudos DIEESE com base nas demonstrações financeiras dos bancos. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/sitio/buscaDirigida?tipoBusca=tipo&valorBusca=desempenho+dos+bancos> Acesso em: 10 de julho de 2017.

considerarem tais acontecimentos como marcos da gênese e consolidação da inserção do Brasil na dinâmica da financeirização. Ao final dos capítulos é feita uma contextualização crítica e conclusiva entre os acontecimentos descritos e a relação deles com o processo de financeirização.

CAPÍTULO I – FINANCEIRIZAÇÃO

I.1. Modo de produção capitalista e as formas do capital

A delimitação teórica do presente trabalho e o conceito de financeirização e dominância financeira pressupõe a consideração, ainda que de forma bastante resumida, de elementos da teoria marxista de reprodução do capital.

Em sua principal obra, "O Capital", Karl Marx desenvolve as premissas fundamentais para a compreensão do modo de produção capitalista em seus termos mais amplos, ilustrando o funcionamento do sistema em sua feição econômica intercalada com as consequências políticas e sociais desse modo de produção.

Para Marx, a principal diferença entre o sistema pré-capitalista mercantil, caracterizado pela simples circulação de mercadorias, e o modo de produção capitalista, é a inversão da ordem do ciclo de reprodução do capital.

Na primeira situação, típica das economias escravistas e feudalistas, a circulação de mercadoria se dava, de modo geral, pelo trabalho pessoal dos proprietários dos meios de produção que geravam a mercadoria. O comércio, em âmbito local, era constituído pela simples troca de mercadorias ou pela venda delas com o fim de aquisição de uma outra para consumo pessoal ou para compor os instrumentos de trabalho.

O objetivo final da circulação da mercadoria não era a obtenção de dinheiro, que era utilizado como meio de troca. O dinheiro era o intermediador entre a mercadoria que se pretende trocar e a que é trocada. De modo geral, a circulação da mercadoria nas sociedades pré-capitalistas se inicia com a venda da mercadoria e termina com a sua compra por um terceiro.

O desenvolvimento do comércio para outros locais e a consequente ampliação dos mercados modifica a vestimenta do comerciante. De uma roupagem dúbia que ora o tornava produtor, ora o tornava comerciante, ora consumidor, a complexidade da troca mercantil o faz adotar apenas uma das incumbências: a intermediação entre aquele que produz e aquele que quer comprar. Nessa fase, compravam do produtor por um preço

determinado e vendiam a mercadoria com valores acrescidos, gerando excedentes cada vez mais altos.[9]

A circulação de mercadoria, agora com a divisão social do trabalho, inverte os termos do ciclo: enquanto que no modo de produção pré-capitalista o objetivo final é a obtenção da mercadoria, no modo de produção capitalista o objetivo final é a obtenção de mais dinheiro – o ciclo se inicia com a compra (dinheiro) e termina com a venda (dinheiro acrescido).[10]

A modificação do papel do comerciante é apenas o pontapé inicial da transformação das relações de produção da sociedade. Os efeitos dessa mudança são sentidos em todas as frações de classe integrantes do circuito da mercadoria. Aos poucos o trabalho pessoal deixa de ser a forma predominante de produção e é substituído pelo trabalho remunerado realizado por um terceiro que vende sua capacidade de trabalhar. Na nova dinâmica, quem detém os meios de produção (capitalista) não é o mesmo que trabalha para produzir a mercadoria. Os ganhos do detentor dos meios de produção não decorrem da circulação da mercadoria, mas da exploração do novo elemento do ciclo: a força de trabalho.

Desse modo, o dinheiro, na forma pré-capitalista de circulação, é tido como meio de troca cujo objetivo final é a aquisição de mercadoria (M-D-M). Dada a complexidade que toma a circulação, o descolamento do comerciante da produção da mercadoria faz com que o dinheiro obtido seja o resultado da diferença entre os preços de compra e venda (D-M-D').

Tanto a função do dinheiro na forma pré-capitalista como o dinheiro obtido pelo comerciante diferem-se, em termos qualitativos, do dinheiro obtido pelo capitalista. Na nova

---

[9] John A. Hobson, ao estudar a evolução do capitalismo moderno, demonstra com exatidão o momento de transição entre os modos de produção: "O ponto fraco dessa economia estava nas complicações e incertezas na comercialização do produto. Era aí que o comerciante, representando a forma mais antiga do capitalismo industrial, exercia pressão sobre o artesão-capitalista, que era seu próprio empregado. Tomando o pequeno produtor o seu produto, pagando por ele, e assumindo as dificuldades, os atrasos e os riscos de encontrar consumidores para adquiri-lo a um preço que lhe permitisse lucro, o comerciante o desobrigava da função para a qual ele tinha menos competência. Do hábito de vender seu produto a um intermediário especialista a receber 'ordens' dele, vai um pequeno passo. Mas onde, como era comum, a matéria-prima, ou parte dela, tinha que ser comprada pelo produtor, este logo veio a descobrir que comprar era tão complicado quanto vender, sendo então facilmente induzido a receber sua urdidura e sua trama, ou outros materiais, do mesmo comerciante que lhe levava os produtos. (...). Essa fase – em que o trabalhador recebia suas 'ordens' e seus 'materiais' de outra pessoa, conservando a utilização de sua força de trabalho e utilizando seus próprios instrumentos em sua própria casa ou local de trabalho – predominou amplamente nas indústrias têxteis na Inglaterra rural. (...). Pode-se relacionar frequentemente essa prática econômica a uma etapa da decadência de uma corporação artesanal urbana". Assim, "[e]ra de fato o comerciante, e não o fabricante, que representava a forma mais avançada do capitalismo no século XVIII". HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 46-47 e p. 50.

[10] MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011, p. 291-292.

dinâmica, o dinheiro do capitalista é o resultado do acréscimo decorrente da exploração da força de trabalho (D-M-D+)[11].

Assim, tem-se como ponto de partida o dinheiro para produção de mercadoria para se chegar ao fim que é a obtenção de ainda mais dinheiro:

> o capitalista, dispondo de uma soma de dinheiro (**D**), compra mercadorias (**M**) – máquinas, instalações, matérias (brutas e primas) e força de trabalho – e, fazendo atuar, com a ajuda das máquinas e dos instrumentos, a força de trabalho sobre as matérias no processo de produção (**P**), obtém mercadorias (**M'**) que vende por uma soma de dinheiro superior à que investiu (**D'**). É para apropriar-se dessa quantia adicional de dinheiro, o **lucro**, que o capitalista se movimenta: o lucro constitui seu objetivo, a motivação e a razão de ser do seu protagonismo social.[12]

O capitalista utiliza o dinheiro para adquirir o essencial para a manutenção do processo: os meios de produção (capital constante) e a força de trabalho (capital variável). Os primeiros são pagos por um valor determinado. A segunda mercadoria, de caráter especial, é o elemento central para a compreensão do movimento do capital.

O valor pago pela força de trabalho é determinado pelo tempo de trabalho socialmente necessário para a produção de determinada mercadoria.[13] O que faz da força de trabalho uma mercadoria especial é a capacidade de se transformar em valor:

> ao ser utilizada, ela produz mais valor que o necessário para reproduzi-la, ela gera um valor superior ao que custa. E é justamente aí que se encontra o segredo da produção capitalista: o capitalista paga ao trabalhador o equivalente ao valor de troca da sua força de trabalho e não o valor criado por ela na sua utilização (uso) – e este último é maior que o primeiro. (...). A força de trabalho, durante a jornada de trabalho, produz *mais* valor que aquele necessário à sua produção/reprodução, valor esse expresso no salário; assim, mesmo pagando o valor da força de trabalho,

---

[11] "Ela atravessa, como a circulação simples de mercadorias, duas fases contrapostas: na primeira, D-M, a compra, o dinheiro é convertido em mercadoria e, na segunda, M-D, a mercadoria volta a se converter em dinheiro. Porém, a unidade das duas fases é o movimento inteiro da troca de dinheiro por mercadoria e desta última novamente por dinheiro, o movimento da compra da mercadoria para vendê-la, ou, caso se desconsiderem as diferenças formais entre compra e venda, da compra de mercadoria com dinheiro e de dinheiro com mercadoria. O resultado, no qual o processo inteiro se apaga, é a troca de dinheiro por dinheiro, D-D". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011, p. 290.

[12] BRAZ, Marcelo. NETTO, José Paulo. **Economia política**: uma introdução crítica. 8a ed. São Paulo: Cortez, 2012, p. 109.

[13] "Tempo de trabalho socialmente necessário é aquele requerido para produzir um valor de uso qualquer sob as condições normais para uma dada sociedade e com o grau social médio de destreza e intensidade do trabalho. Após a introdução do tear a vapor na Inglaterra, por exemplo, passou a ser possível transformar uma dada quantidade de fio em tecido empregando cerca da metade do trabalho de antes. Na verdade, o tecelão manual inglês continuava a precisar do mesmo tempo de trabalho para essa produção, mas agora o produto de sua hora de trabalho individual representava apenas metade da hora de trabalho social e, por isso, seu valor caiu para a metade do anterior. Portanto, é apenas a quantidade de trabalho socialmente necessário ou o tempo de trabalho socialmente necessário para a produção de um valor de uso que determina a grandeza de seu valor. A mercadoria individual vale aqui somente como exemplar médio de sua espécie. Por essa razão, mercadorias em que estão contidas quantidades iguais de trabalho ou que podem ser produzidas no mesmo tempo de trabalho têm a mesma grandeza de valor. O valor de uma mercadoria está para o valor de qualquer outra mercadoria assim como o tempo de trabalho necessário para a produção de uma está para o tempo de trabalho necessário para a produção de outra". MARX, Karl. **O Capital**, op. cit., p. 162-163.

> o capitalista extrai da jornada de trabalho do trabalhador um excedente (a mais-valia, fonte do seu lucro).[14]

A exploração do trabalho se dá no momento em que o capitalista, ao se utilizar da força de trabalho do operário, produz determinado valor, valor este acima daquele requerido para a sua própria reprodução. Esse valor excedente – maior do que o necessário para a subsistência do trabalhador (salário) – é a mais-valia que o capitalista se apropria. A taxa de exploração (ou taxa de mais-valia) é medida relacionando o trabalho necessário e o excedente. Interessa ao capitalista ampliar o tempo de trabalho excedente, que é justamente o que lhe proporciona o aumento do lucro. Para tanto, o capitalista se utiliza do aumento da jornada de trabalho, sem alteração do salário, ou da intensificação do ritmo de trabalho, produzindo, em ambos os casos, mais mercadorias sem aumentar, no entanto, o salário pago. Ambos os casos consistem na extração da mais-valia absoluta.

Caso não existam condições políticas e jurídicas para prosseguir com essa forma de exploração, o excedente é obtido por meio do incremento da produtividade do trabalho, com a introdução de inovações tecnológicas e aproveitamento científicos. É que Marx chama de mais-valia relativa.[15]

A palavra *capital* é utilizada por Marx nas mais diversas passagens de suas obras. É confundida, no mais das vezes, com o próprio conceito de dinheiro. Sob essa premissa, o capitalista seria aquele que, com a posse do dinheiro, adquire os meios de produção e a força de trabalho.

No entanto, o elevado nível de abstração do conceito de capital proposto por Marx não permite a consideração do capital como sinônimo de dinheiro. O capital, de acordo com David Harvey, é o "valor em movimento"[16], assumindo formas de acordo com o seu posicionamento no ciclo de reprodução. O circuito D-M-D, que inicia com o dinheiro e termina com o dinheiro acrescido, guarda em si um processo interminável que pode ser destrinchado em várias porções:

> Vemos que as condições e preocupações que regulam a circulação do *capital monetário* são muito diferentes daquelas que controlam o capital amarrado como *capital produtivo* a um processo de produção específico, e que ambos são mais uma vez diferentes daqueles que regulam a circulação do *capital-mercadoria*.[17]

---

[14] BRAZ, Marcelo; NETTO, José Paulo. **Economia política**: uma introdução crítica. 8a ed. São Paulo: Cortez, 2012, p. 113-114.
[15] Ibid., p. 119-123.
[16] HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 126.
[17] Ibid, p. 125.

Para além da dinâmica do ciclo de reprodução de capital proposta, cuja finalidade é a extração de mais-valia e cujo principal expoente é a exploração da força de trabalho, Marx, ao situar, no decorrer de sua obra, o *capital* nas mais diversas aparições no ciclo de reprodução, disseca a circulação e define o papel de cada fração do capital.

Desse modo, por ser um ciclo de produção de mercadoria, o capital por excelência é o *capital industrial* ou *produtivo* que se constitui como a força motriz da formação da mais-valia num sistema capitalista de produção.

É com o movimento do capital industrial que Marx irá, durante o livro I d'O Capital, expor as concepções generalistas do ciclo de reprodução do capital. O início da obra é considerado como um conjunto de exposições que esmiúçam o processo de produção e circulação no formato de uma lei geral.[18,19] No primeiro livro de sua principal obra (e em grande parte do segundo), portanto, Marx desenvolve um conceito amplo de capital, que, dado seu alto grau de abstração, pode ser confundido como uma concepção una do que vem a ser *capital*.[20]

As principais formas que distinguem o capital são definidas como capital monetário (dinheiro), capital produtivo (meios de produção e força de trabalho) e capital mercadoria. Ainda que façam parte do ciclo de reprodução do capital em seu conjunto por meio do circuito D-M- ... (p) ... – M'-D', as formas do capital tendem a se autonomizar ante

[18] "No livro I, investigamos os modos de manifestação que o *processo de produção* capitalista, considerado em si mesmo, apresenta como processo direto de produção; nessa análise, ainda abstraímos de todos os efeitos secundários provocados por circunstâncias alheias a ele. Mas o processo direto de produção não esgota a biografia do capital. Ele é complementado, no mundo real, pelo *processo de circulação*, que constituiu o objeto das investigações do livro II". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2011, Edição do Kindle, posição 990.

[19] Para a professora Leda Paulani: "O caminho lógico que percorre Marx para apresentar as categorias da economia burguesa vai, como se sabe, da mercadoria ao capital (valor que se valoriza). Lembrando sempre que tais categorias representam, na visão marxiana, universais concretos, ou seja, conceitos gerais que, visto constituírem-se em generalidades postas, transcendem a abstrata universalidade típica da ciência convencional e fogem, por isso, da identidade meramente formal (...)". PAULANI, Leda. **Do conceito de dinheiro e do dinheiro como conceito**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1991, p. 136.

[20] "O dinheiro que circula em busca de incremento é declarado capital. Também o é a mercadoria que serve de intermediária entre o ponto de partida e o de chegada desse processo de circulação. (...). [O] dinheiro e a mercadoria aparecem como formas de sua existência, meras expressões ou formas de manifestação do capital. (...). Entendido dessa maneira, o conceito de valor-capital encontra-se em um nível de abstração muito elevado: a idéia de que um empresário ou uma empresa, por si e sem a colaboração de nenhuma outra (exceto as fornecedoras dos insumos e das clientes finais de seu produto), realiza todas as operações necessárias para completar todo o ciclo do capital não existe na realidade concreta". CARCANHOLO, Reinaldo A.; NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. ***Ensaios FEE***, Porto Alegre, v. 20, n. 1, 1999, p. 287-291.

a divisão de tarefas impostas pelos capitalistas[21]. No entanto, a autonomização é sempre relativa, pois as formas sempre estarão vinculadas ao ciclo de reprodução do capital industrial.

Na apresentação à edição da Boitempo d'O Capital, Jacob Gorender confirma esse propósito, destacando a capacidade de cada capital, individualmente, apropriar-se de formas distintas de obtenção da mais-valia:

> (...) os capitais se diferenciam, se individualizam, e o movimento global é enfocado sob o aspecto da concorrência entre os capitais individuais. Por isso mesmo, é a essa altura que se aborda o tema da formação da taxa média ou geral do lucro e da transformação do valor em preço de produção. De acordo com as funções específicas que desempenham no circuito total da economia capitalista – na produção, na circulação e no crédito –, os capitais individuais apropriam-se de formas distintas de mais-valia: lucro industrial, lucro comercial, juros, cabendo à propriedade territorial a renda da terra, também ela uma forma particular da mais-valia.[22]

Marx, ao diferenciar os elementos de cada um dos livros d'O Capital, evidencia o objeto específico do livro III:

> Neste livro III, nosso objetivo não poderia ser o de desenvolver reflexões gerais sobre essa unidade. Trata-se de descobrir e expor as formas concretas que brotam do *processo de movimento do capital considerado como um todo*. Em seu movimento real, os capitais se confrontam em formas concretas, para as quais a configuração do capital no processo direto de produção, do mesmo modo que sua configuração no processo de circulação, aparece apenas como momento particular. Assim, as configurações do capital, tal como as desenvolvemos neste livro, aproximam-se passo a passo da forma em que se apresentam na superfície da sociedade, na ação recíproca dos diferentes capitais, na concorrência e no senso comum dos próprios agentes da produção.[23]

I. 2. Capital portador de juros e Capital fictício

O capital monetário pode ser tomado por duas funções: a de valor de uso e a de valor de troca. Na sua dimensão de *valor de uso* o capital monetário aparece como *dinheiro*.[24]

---

[21] Para David Harvey, "Essas diferenciações, com problemas ligados à transformação do capital de um estado para outro, podem dar origem a especializações de função. Por exemplo, os capitalistas negociantes assumem uma responsabilidade específica pelo capital na forma de mercadoria e se especializam em transformar as mercadorias em dinheiro. Do mesmo modo, a circulação do dinheiro requer as habilidades especiais do banqueiro e do financista que, ao assumirem o comando do uso geral do dinheiro como capital, tornam-se *capitalistas monetários* que recebem juro. Isso conduz o capitalista produtivo ao comando apenas da produção do próprio mais-valor". HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 125.

[22] GORENDER, Jacob. Apresentação. In: MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011, p. 54-55.

[23] MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2011, Edição do Kindle, posição 991.

[24] "Enquanto capital monetário, ele também funciona, na realidade, simplesmente como dinheiro, isto é, como meio de compra de mercadorias (dos elementos de produção). O fato de que esse dinheiro seja aqui ao mesmo tempo capital monetário, uma forma do capital, é algo que não deriva do ato da compra, da função efetiva que

Inserido no processo de produção e contribuindo para a formação da mais-valia, o capital monetário tem o condão de adquirir os meios de produção e a força de trabalho. Já o *valor de troca* do capital monetário inserido na circulação é a *taxa de juros*.[25]

Com essa divisão, Marx remete o capital monetário a uma posição especial[26]:

> O dinheiro existe como uma forma de propriedade capitalista *fora de* e *independente de* qualquer processo real de produção. Surge então uma distinção entre os capitalistas como *proprietários de dinheiro* e como *empregadores de capital* que usam esse dinheiro para estabelecer a produção de mais-valor. A atividade de emprestar e pedir emprestado estabelece uma relação de classe entre esses dois diferentes tipos de capitalistas.[27]

Assim, o *proprietário de dinheiro*, com o objetivo de aumentar seu capital, cede esse dinheiro ao capitalista *empregador de capital* em troca de uma remuneração estabelecida (juros).

Essa relação que transforma o capital monetário em *valor de troca* foi desenvolvida por Marx no livro II e III d'O Capital ao distinguir os conceitos de *capital portador de juros* e *capital fictício*. As definições são utilizadas pelo autor para explicar as relações de crédito no sistema capitalista de produção.

O capital portador de juros é o resultado da transformação do dinheiro em mercadoria, dando ao seu proprietário a capacidade de gerar lucro sobre ele.[28] Seu valor de uso adquirido é o de gerar mais valor por meio dos juros obtidos pela alienação, visualizando o emprestador apenas a forma abreviada do ciclo de reprodução do capital, a D-D'.[29]

---

ele desempenha como dinheiro, mas da conexão desse ato com o movimento total do capital, uma vez que esse ato que ele realiza como dinheiro conduz ao processo de produção capitalista". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2011, Edição do Kindle, posição 7764.

[25] HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 127.

[26] Assim como outras categorias do capital, Marx não credita o surgimento do capital monetário ao surgimento do sistema capitalista. Nas relações mercantis, Marx atribui ao capital usurário, de posse dos agiotas, uma equivalência relativa ao capital portador de juros da sociedade capitalista. O papel do agiota não se relacionava diretamente ao ciclo produtivo. Ele exerce uma pressão sobre o dinheiro já criado e depende do uso da força para obter sua remuneração. No caso do capital portador de juros da sociedade capitalista, ainda que a usura faça parte de seu contexto, o capital é direcionado ao processo produtivo, à direta extração de mais-valia e à circulação. A diferença entre eles, portanto, baseia-se na relação social de que são parte: "A diferença entre o capital portador de juros – na medida em que ele constitui um elemento essencial do modo de produção capitalista – e o capital usurário não está de modo nenhum na natureza ou no caráter desse capital em si, mas apenas nas condições modificadas sob as quais ele funciona e, portanto, também no caráter totalmente transformador do mutuário, que se confronta com o prestamista de dinheiro". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III, op. cit., posição 13520.

[27] HARVEY, David. **Os limites do capital**, op. cit., p. 341.

[28] "Seu valor de uso consiste aqui precisamente no lucro que ele produz ao se converter em capital. Nessa qualidade de capital possível, de meio para a produção do lucro, ele se torna mercadoria, mas uma mercadoria *sui generis*. Em outras palavras, o capital como tal torna-se mercadoria". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III, op. cit., posição 7691.

[29] CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, Suzanne de (et. al.). **A finança**

Esse capital possui atributos que o fazem um "'valor em processo', uma força impessoal voltada exclusivamente para sua autovalorização e autorreprodução".[30] É considerado como capital, na acepção geral do termo, por estar inserido na circulação em busca de valorização.

A dissociação entre o capital portador de juros e o capital industrial é apenas aparente, pois, ao pagar os juros, o capitalista industrial terá extraído uma parcela de sua mais-valia – terá intensificado a sua produção para que o excedente gerado seja superior àquele exigido antes da contração do empréstimo. O capital portador de juros, nesse sentido, está interessado diretamente no *quantum* que será gerado no processo produtivo, tendo em vista que se beneficiará diretamente dos seus resultados. Numa outra perspectiva, o dinheiro obtido pelo industrial retornará ao processo produtivo e será abstraído como *valor de uso* gerador de mais-valia. Nesse sentido, "a qualidade particular tanto do dinheiro quanto do crédito em um modo de produção capitalista é garantir a continuidade do movimento do capital como valor em movimento".[31]

Imbricado ao processo produtivo e possuindo ao mesmo tempo um valor de uso e um valor de troca, o capital monetário é considerado uma mercadoria como qualquer outra. Os juros obtidos pela valorização do capital monetário, sendo estes o lucro de outro capitalista sob a forma da valorização do próprio dinheiro, dissociam-se do lucro próprio da empresa com a produção real de mercadoria:

> [A] diferença entre o capital em forma de dinheiro ou em forma produtiva finalmente conduz à separação entre o juro sobre o capital monetário e o lucro da empresa. Essa distinção atinge uma divisão do excedente em duas formas diferentes, que podem finalmente se cristalizar em uma divisão entre os capitalistas monetários e os empresários produtores. Embora ambos tenham um interesse comum na expansão do mais-valor, eles não necessariamente se entendem quando se trata da divisão do mais-valor produzido.[32]

---

capitalista. São Paulo: Alameda, 2010, p. 119 et seq.; e TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 41.

[30] CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital, op. cit., p. 98.

[31] HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 61.

[32] HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 128.

O termo "capital portador de juros" designa "os proprietários de capital cuja valorização aparece como se se resumisse a D-D" e "se trata de capital que resulta da expansão do capital industrial ou funcionante e que, por seu turno, a impulsiona".[33]

A lógica da reprodução do capital portador de juros no ciclo produtivo pode ser resumida da seguinte forma: o proprietário possuidor do dinheiro (D) converte-o em capital para empréstimo; aquele que contrai o capital portador de juros (d) emprega o dinheiro no processo de produção (M) e é reconvertido em dinheiro sobre a forma de lucro após a venda das mercadorias produzidas; desse lucro é extraído o valor correspondente à remuneração do capital portador de juros (D').[34] Afora esse processo, o que vem além ou o que acontece dentro dele não interessa ao capitalista monetário:

> Na perspectiva da reprodução do capital portador de juros, como detentor de recursos sociais de produção sob forma monetária, todo o processo subsequente não lhe interessa e, portanto, a atividade específica da extração de sobretrabalho não lhe diz respeito. Seu problema é assegurar a venda do capital monetário, tendo como contrapartida sua reprodução ampliada.[35]

O objetivo do capitalista industrial, ao se utilizar do capital portador de juros, é dar continuidade ao processo de reprodução do seu capital. O capital portador de juros, assim:

> realiza a necessidade de perpétua expansão e valorização do capital para além dos limites de seu processo mais geral e "elementar" de circulação e reprodução. Para revolucionar periodicamente a base técnica, submeter massas crescentes de força de trabalho a seu domínio, criar novos mercados, o capital precisa existir permanentemente de forma "livre" e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada. Apenas dessa maneira pode fluir, sem obstáculos, para colher novas oportunidades de lucro e, concomitantemente, reforçar o poder do capital industrial e mercantil imobilizado nos circuitos prévios de acumulação.[36]

A *função* do capital portador de juros para a produção é justamente converter o dinheiro do capitalista industrial em mercadoria. Para além de ser um simples fornecedor de crédito, o papel do emprestador é aglutinar massas crescentes de capital e distribuir para o setor produtivo.

O estudo que Marx empreende sobre o capital monetário demonstra a essencialidade da comercialização do dinheiro para a acumulação produtiva. No período em

---

[33] FONTES, Virginia. **O Brasil e o capital-imperialismo**: teoria e história. 2a ed. Rio de Janeiro: Ministério da Saúde/Fundação Oswaldo Cruz, Escola Politécnica de Saúde Joaquim Venâncio, Editora UFRJ, 2010, p. 23.
[34] Ibid., p. 25.
[35] Ibid., p. 25.
[36] BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O capital e suas metamorfoses**. São Paulo: Editora Unesp, 2013, p. 88.

que o autor discorreu sobre essa relação, no entanto, não havia um sistema desenvolvido de crédito e a atividade bancária era predominante no circuito da acumulação financeira. Mas não foi pela baixa diversificação do sistema de crédito que Marx pouco falou do assunto. Cabe rememorar aqui que o terceiro livro d'O Capital, onde se situam as principais contribuições sobre a fase de circulação do capital e sobre o capital monetário, foi a parte mais incompleta da obra e que mais demandou de Engels um esforço para reunir seus fundamentos. Segundo Harvey:

> Essa é de longe a categoria distribucional mais complicada e problemática. (...). Marx escreveu abundantemente sobre ela, sem chegar a uma conclusão clara de como integrar no conceito de capital como valor em movimentos muitas das atividades com as quais se deparou (como especulação financeira e circulação de capital portador de juros).[37]

Com o início do desenvolvimento do capitalismo, Marx constata que o entesouramento do dinheiro pelo próprio capitalista, além da insegurança de manutenção de altas quantias em seu poder, tornava o dinheiro inutilizado, improdutivo e desvalorizado.

O sistema bancário, e assim o capital portador de juros, é uma fração do sistema capitalista que surge para dar uma resposta ao problema do entesouramento a partir do momento em que passa a receber depósitos dos capitalistas em troca de uma remuneração (juros) e ao mesmo tempo utilizam esses depósitos para emprestá-los a outros cobrando juros ainda maiores. O capitalista pode guardar o seu dinheiro no banco sem desvalorizá-lo pela força do tempo e ainda ganhando uma remuneração por isso; pode recorrer à instituição financeira para manter sua atividade produtiva enquanto a mercadoria circula sem ainda gerar lucro; e pode adquirir o meio de produção de uma só vez sem que possua dinheiro imediato para tanto.

O capitalista que precisa utilizar o dinheiro para manutenção da produção sem tê-lo é fornecido por aquele outro capitalista que possui esse dinheiro em excesso e que não tem necessidade, no momento, de utilizá-lo na produção de mercadorias.

O banco surge, a princípio, para intermediar essa relação entre uma entidade superavitária e outra deficitária. Assim é resolvido o problema da desvalorização do entesouramento e é formado um ciclo em que o dinheiro sempre se movimenta e retorna à produção. Na posição de intermediadores financeiros, as instituições desempenham um

[37] HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 47.

papel fundamental para conter os efeitos das oscilações da taxa de lucro, retirando dinheiro de setores superavitários e transferindo para os deficitários.

O dinheiro, para o banco, é uma mercadoria. Para extrair um lucro maior sobre essa mercadoria, busca fontes de rendimento que não necessariamente têm vínculo direto com o desenvolvimento produtivo, como é o caso da renda obtida por meio de atividades especulativas ou ao consumo de famílias. O banco também tem o poder de redirecionar a criação de valor da acumulação produtiva para canais não produtivos. Ao mesmo tempo, interage com toda a sociedade, de trabalhadores a Estados, por meio da distribuição dos seus produtos.[38]

Assim, uma vez que essa forma de capital contribui para a obtenção de mais-valia e para a eficiência do processo produtivo, não deve ser considerada como um capital parasitário.[39] Deve, sim, ser considerada como uma forma de capital subordinada ao capital industrial, vinculando-se à sua própria lógica de reprodução. Nos dizeres de Suzanne de Brunhoff: "[d]a mesma maneira que não há mercadoria sem moeda, não há capital produtivo sem capital-dinheiro, nem capital industrial sem capital financeiro"[40].

Um pouco mais adiante, Marx disseca o capital monetário e evidencia um segundo desígnio dessa categoria: a forma do *capital fictício*. Marx traz como principais exemplos as ações das empresas negociadas nas bolsas de valores e os títulos da dívida pública.

Ligado ao capital portador de juros, o capital fictício, em realidade, não corresponde a capital algum, mas a *direitos* sobre rendimentos futuros e, mais especificamente com relação ao mercado de ações, seus valores muitas vezes independem do capital produtivo que representam e são capazes de gerar um rendimento regular sob a forma de juros e dividendos (capitalização).

Alguns títulos privados, até certo ponto, como as debêntures e as letras de câmbio, guardam correspondência com o capital real que lhes dão origem, pois serão utilizados pelos ofertantes para o incremento dos seus ativos. O descolamento desses títulos

[38] HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 49.
[39] CARCANHOLO, Reinaldo A. NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 1, 1999, p. 299.
[40] BRUNHOFF, Suzanne de. **A hora do mercado**: crítica do liberalismo. São Paulo: Editora Unesp, 1991, p. 154.

com a esfera real se dá no momento de aferição de seus valores, que acrescem ou diminuem por razões alheias à produção.

No caso da dívida pública, os títulos lançados no mercado dariam ao adquirente o direito sobre parcela da receita obtida pelo Estado, que, para Marx, consistiriam em empréstimos sobre um gasto já realizado e não estariam ligados ao investimento produtivo.

De acordo com Suzanne Brunhoff, é no aspecto relacionado ao preço do mercado de ações das companhias produtivas que se apreende a função do capital fictício em relação ao sistema de crédito. Nesse aspecto o capital fictício exerce duas funções: a função *necessária*, "para coleta e a distribuição dos fundos que financiam os investimentos"[41] e a função *parasitária*, para que "o capital financeiro se comporta de maneira relativamente independente em relação ao financiamento dos investimentos produtivos"[42].

Para primeira função, de crédito propriamente dita, o sistema bancário seria suficiente para suprir a demanda do sistema produtivo. No entanto, dada a complexidade que tomaram as relações de produção, a segunda função do capital fictício torna-se essencial por refletir "a liberdade de manobra do capital-dinheiro diante de riscos julgados excessivos ou ameaças de expropriação" [43] pelo sistema bancário e produtivo.

Para Marx, de um modo geral, o movimento do capital fictício:

> (...) independente do valor desses títulos de posse, não só dos títulos da dívida pública, mas também das ações, reforça a ilusão de que eles constituem um capital real ao lado do capital ou do direito ao qual eles possivelmente deem título. Pois esses títulos se tornam, de fato, mercadorias, cujo preço tem seus próprios movimentos característicos e é fixado de maneira peculiar. Seu valor de mercado é determinado diferentemente de seu valor nominal, sem que se altere o valor (ainda que se possa alterar a valorização) do capital real. (...). O valor de mercado desses papeis é, em parte, especulativo, pois não depende somente dos ganhos reais, mas também dos ganhos esperados, calculados por antecipação. (...). Na medida em que a depreciação ou o aumento de valor desses títulos é independente do movimento de valor do capital real que representam, a riqueza de uma nação permanece a mesma depois dessa desvalorização ou valorização.[44]

O capital fictício, quando não vinculado ao capital portador de juros, seria o "estágio mais avançado da autonomização do dinheiro, pois ele se separa desde o início da circulação do capital produtivo, sua valorização não guarda relação com o processo de

[41] BRUNHOFF, Suzanne de. **A hora do mercado**: crítica do liberalismo. São Paulo: Editora Unesp, 1991, p. 157.
[42] Ibid., p. 157.
[43] Ibid., p. 158.
[44] MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2011, Edição do Kindle, posição 10565.

valorização real".[45] Passa a constituir-se sob a forma de capital parasitário, com oscilação de valor baseada em elucubrações especulativas, e a não cumprir função útil ao capital industrial no processo de produção tomado em sua lógica real.[46]

Diferente do capital portador de juros, o capital fictício parasitário não faz qualquer diferença na produção do excedente pelo capitalista industrial, mas permanece, dessa vez de forma similar ao capital portador de juros, na espreita para se apropriar do excedente gerado.

Segundo Harvey:

> O dinheiro pode funcionar como medida de valor, uma forma de economia, um padrão de preços, um meio de circulação, ou pode funcionar como unidade de conta, dinheiro de crédito e, por fim, mas não menos importante, meio de produção para produzir capital. (...). Espera-se que as coisas não funcionem para outros fins além dos originais, mas evidentemente elas o fazem com regularidade. O dinheiro usado de determinada maneira (como meio de economia, por exemplo) pode repentinamente assumir o papel de meio de circulação e vice-versa.[47]

De acordo com Rodrigo Teixeira, Marx considerava a autonomização do capital monetário como *possibilidade lógica* do avanço do capitalismo,[48] pois o dinheiro teria como fim o próprio dinheiro, inserindo-se na circulação não como *valor de uso*, mas como *valor*[49].

---

[45] TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. 2007. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 41.

[46] CARCANHOLO, Reinaldo A. NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 1, 1999, p. 299.

[47] HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 69.

[48] Dessa forma, como bem assinala Rodrigo Teixeira: "(...) ainda não foi suficientemente explorada, a nosso ver, a articulação das categorias de *O Capital* que permite perceber, logicamente, a 'autonomização' da esfera financeira, ou do domínio da forma financeira de valorização, caracterizado pela busca da valorização mantendo o capital em sua forma líquida (sem passar pela produção) (...). (...) Marx, apresentando o conceito de dinheiro de uma maneira dialética, mostra sucessivamente ao longo de sua obra mais conhecida, a tendência de a esfera financeira autonomizar-se com relação à esfera produtiva, tendência que está inscrita na própria natureza do objeto dinheiro. Esta tendência abre a possiblidade da autonomização da esfera financeira e das crises financeiras". TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**, op. cit., p. 28.

[49] Para Karl Marx, o valor de uso se forma da manifestação do seu contrário, o valor: "A utilidade de uma coisa faz dela um valor de uso. Mas essa utilidade não flutua no ar. Condicionada pelas propriedades do corpo da mercadoria [Warenkörper], ela não existe sem esse corpo. Por isso, o próprio corpo da mercadoria, como ferro, trigo, diamante etc., é um valor de uso ou um bem. (...). O valor de uso se efetiva apenas no uso ou no consumo. Os valores de uso formam o conteúdo material da riqueza, qualquer que seja a forma social desta. (...). O valor de troca aparece inicialmente como a relação quantitativa, a proporção na qual valores de uso de um tipo são trocados por valores de uso de outro tipo, uma relação que se altera constantemente no tempo e no espaço. (...). Como valores de uso, as mercadorias são, antes de tudo, de diferente qualidade; como valores de troca, elas podem ser apenas de quantidade diferente, sem conter, portanto, nenhum átomo de valor de uso. (...). O elemento comum, que se apresenta na relação de troca ou valor de troca das mercadorias, é, portanto, seu valor. A continuação da investigação nos levará de volta ao valor de troca como o modo necessário de expressão ou forma de manifestação do valor, mas este tem de ser, por ora, considerado independentemente dessa forma. (...). [É] apenas a quantidade de trabalho socialmente necessário ou o tempo de trabalho socialmente necessário

A capacidade atribuída ao capital portador de juros e ao fictício de separar-se da esfera real de produção e de autovalorizar-se já era perceptível por Marx e lhe trazia fundadas preocupações.

Na interpretação de Carcanholo e Nakatani:

> Sua lógica [do capital monetário] é a apropriação desenfreada da mais-valia, ou melhor, do lucro (o lucro especulativo); realiza, assim, ou pelo menos pretende fazê-lo, os anseios derivados da própria natureza íntima do capital: o não-compromisso com o valor-de-uso e, apesar disso, a autovalorização. Ele conduz, ou pretende conduzir, a contradição valor/valor-de-uso ao extremo do seu desenvolvimento, isto é, teoricamente à destruição do valor-de-uso.[50]

O sistema financeiro, como criador, mantedor e distribuidor da mercadoria "dinheiro", que é o início e o fim do modo de produção capitalista, vai adquirindo importância à medida em que as relações de produção vão se intensificando e tornando-se mais complexas. Por acumular dinheiro de todas as frações de classe da sociedade, os capitalistas monetários possuem também uma série de informações privilegiadas sobre os movimentos dos agentes e das oscilações de mercado como nenhum outro capitalista. Essa qualidade de manipular dinheiro torna o sistema financeiro um instrumento poderoso às mãos de quem possui o seu domínio, o que aumenta seu poder sobre os desígnios da acumulação produtiva.

Esses capitalistas vão inovando sua atividade para maximizar seus lucros, mas essa inovação não precisa necessariamente passar pela produção. A valorização do dinheiro pode ser obtida por meio do fornecimento do crédito para o cidadão comum; por meio do empréstimo ao Estado; ou por meio do investimento no mercado de ações e títulos. O sistema financeiro direciona seus recursos aonde possuir menos riscos e maiores retornos. Eles poderão potencializar seus ganhos ao se unir com capital industrial a ponto de constituir um grupo poderoso de domínio sobre outros grupos. Poderão, do mesmo modo, separar-se dele, adquirir uma autonomia relativa e deixar os capitalistas industriais sem um sistema eficiente para intermediar suas relações. Assim é que, como pontua Harvey:

> (...) do ponto de vista da circulação do capital-dinheiro, os processos de valorização e realização são encarados como meras inconveniências no caminho da realização dos lucros. Se o capital portador de juros conseguisse encontrar um modo de se autovalorizar sem passar pela valorização e pela realização, ele

para a produção de um valor de uso que determina a grandeza de seu valor". MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011, p. 158-162.

[50] CARCANHOLO, Reinaldo A. NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 1, 1999, p. 301.

> certamente o faria. É exatamente isso o que permitem as movimentações especulativas que ocorrem no campo distributivo.[51]

De uma forma ou de outra, e para o bem ou para o mal, a acumulação financeira possui uma enorme capacidade de manipular os rumos da acumulação produtiva.

I.3. Capital monetário como instrumento funcional ao capital industrial

Os conceitos de Marx sobre capital portador de juros e capital fictício demonstram que o sistema financeiro, por dispor do dinheiro como mercadoria, buscará sempre uma forma de valorizá-lo, independentemente das bases sobre as quais incidirá a maximização do valor dessa mercadoria. A acumulação financeira, em seu sentido quantitativo de obtenção de lucro, não terá uma lógica muito diferente da acumulação produtiva.

Para obter o excedente, os detentores do capital monetário tendem a buscar fontes de rendimento que não necessariamente têm vínculo direto com a acumulação produtiva, como é o caso da renda obtida por meio de atividades especulativas, ou por acréscimo ao poder de compra dos cidadãos. O banco, assim, também tem o poder de redirecionar a criação de valor da acumulação produtiva para canais não produtivos. Ao mesmo tempo, interage com toda a sociedade, de trabalhadores a Estados, por meio da distribuição dos seus produtos.[52]

A atividade financeira, por ter sido fundamentalmente criada para dar suporte ao comércio e à produção, vai evoluindo de acordo com as necessidades do capital produtivo. Ao mesmo tempo que a atividade produtiva se torna mais complexa e necessita de inovações para se manter rentável, assim também o faz a atividade financeira para acompanhar os avanços da modernidade. O desenvolvimento capitalista, ancorado na dominância da acumulação produtiva, precede o desenvolvimento da acumulação financeira.

Mas, o sistema financeiro não é uma fração inanimada do capital à serviço da produção. Assim como o capital industrial, as instituições que comercializam o capital monetário buscam meios para maximizar seus rendimentos – ambas têm como fim o "dinheiro". Elas têm uma relativa autonomia à produção, e, por serem, como no caso dos

[51] HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 175.
[52] Ibid., p. 49.

bancos, criadoras de moeda, têm uma forte propensão à prevalência sobre as demais formas de capital.

Também assim como o capital industrial, o ímpeto do capital monetário rumo ao dinheiro deve ser contido por meio de um arcabouço regulatório que amenize os efeitos de suas contradições, sob pena de não só aumentar a desigualdade de renda, mas levar o sistema capitalista ao colapso. Diante da sua capacidade de se dissociar da acumulação produtiva para se auto reproduzir, também é importante uma regulamentação condicionada para os fins da produção.

As contribuições de Hilferding, Hobson e Lênin, como será melhor abordado adiante, foram essenciais para demonstrar como a relação desequilibrada entre capital monetário e capital produtivo pode levar à agudização da exploração do trabalhador, ao fortalecimento descomedido de uma classe improdutiva, a uma possível eliminação da concorrência entre as empresas com o comando do grande capital, ou ao domínio de nações mais industrializadas sobre as de industrialização tardia.

Dentre os diagnósticos expostos por tais autores, um dos principais é que o *excesso* dessa relação entre capital monetário e capital produtivo, seja pela comunhão de interesses (Hobson) ou pela comunhão orgânica entre os setores (Hilferding e Lênin), é extremamente danoso para aqueles que estão à periferia das benesses diretas do capitalismo – os trabalhadores e as pequenas e médias empresas.

Desviando um pouco dos ensinamentos marxistas, mas sem perder sua organicidade quanto ao funcionamento da dinâmica capitalista, é nesse ponto que o debate proposto por Keynes, pelos pós-keynesianos e por aqueles que foram influenciados por seus preceitos, torna-se essencial e extremamente atual.[53]

O pensamento de base keynesiana dá a resposta de como o capital monetário pode ser útil ao sistema capitalista. Demonstra como a aliança entre capital monetário e

[53] Cabe lembrar aqui o esforço de Keynes, nas tratativas do acordo de Bretton Woods, de tornar o fluxo de capitais, o padrão monetário internacional e o sistema de crédito menos danosos aos países centrais menos desenvolvidos e periféricos. As propostas de Keynes de implantar uma moeda única para as transações internacionais, com seu próprio Banco Central Internacional, e criar a União Internacional de Divisas, que concederia a cada país-membro uma linha de crédito a juro zero, saíram vencidas da conferência. O fim do acordo de Bretton Woods teve o efeito justamente contrário: o Banco Mundial e o FMI, criados com o intuito de exercer uma política monetária e financeira neutra, tornaram-se instrumentos de controle dos Estados Unidos. Para uma análise mais detida, conferir as seguintes obras: VAROUFAKIS, Yanis. **O minotauro global**: a verdadeira origem da crise financeira e o futuro da economia. 2a ed. São Paulo: Autonomia Literária, 2016; BRENNER, Robert. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Rio de Janeiro: Record, 2003; GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003.

capital produtivo pode ser funcional, evitando que o primeiro se sobreponha ao segundo e cause os estragos antevistos por Marx, Hilferding, Hobson, Lênin, entre tantos outros.

Essas ideias se contrapõem à visão tradicional de que o sistema financeiro deve ser um intermediário neutro, "mecânico, estático e passivo"[54] que apenas possui o monopólio dos elementos técnicos aptos a melhor alocar os recursos transferidos de poupadores para investidores.[55] De acordo com essa premissa, ante a insuficiência de informações, os poupadores encontrariam no sistema financeiro um aparato capaz de melhor contribuir para as decisões de investimento.[56] Assim, o comportamento bancário, como intermediário neutro, "não afeta de forma decisiva as condições de financiamento da economia, uma vez que não tem capacidade de criar liquidez (poder de compra novo) que permita sancionar as decisões dos agentes".[57]

No entanto, Minsky chama a atenção para a dinamicidade e capacidade de inovação do sistema financeiro na busca de lucro, cujo ativismo "afeta não somente o volume e distribuição das finanças como também o comportamento cíclico dos preços, rendas e empregos"[58], não podendo ser considerado como um sistema neutro e que responde passivamente às demandas sociais.

A concepção de um sistema neutro também levou os teóricos dessa vertente, como será melhor abordado no terceiro capítulo deste trabalho[59], a discordarem de medidas

---

[54] MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2a ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013, p. 254.

[55] Sobre a relação entre poupança e investimento, ver o excelente trabalho do professor José Tadeu De Chiara: CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

[56] Para Luiz Fernando de Paula, as diferentes abordagens que concebem o sistema financeiro como intermediário neutro, além de considerá-lo em sua função direta de captação de fundos de entidades superavitárias para deficitárias, veem nele um equalizador da assimetria da informação por exercer a atividade de monitoramento da capacidade do devedor, um redutor de custos de transação da atividade de financiamento, gerenciador de riscos, entre outros. PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 97-98.

[57] Ibid., p. 97-98.

[58] MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**, op. cit., p. 254.

[59] Os principais expoentes dessa teoria, Gurley e Shaw, concordam que a intermediação financeira possui potencial para incrementar o crescimento econômico, porém, diferente dos autores de pensamento keynesiano, a influência dos intermediários se dá na capacidade atribuída ao mercado financeiro de melhor alocar a poupança. Essa linha foi seguida por McKinnon e, no início da década de 1970, desenvolvida por Shaw, gerando o modelo Shaw-McKinnon recomendado frequentemente pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial para os países periféricos. Cf. MCKINNON, R. I. **Money and capital in economic development**. Washington, D.C: Brookings Institutions, 1973; SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Nova York: Oxford University Press, 1973; GURLEY, J. G. SHAW, E.S. **Money in a theory of finance**. Washington: Brookings Institution, 1960. Para uma abordagem ampla sobre as diversas teorias: HERMANN, Jennifer. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002 e

que importassem na limitação da atividade das instituições financeiras por meio de limitação dos juros, direcionamento de créditos, entre outras atuações positivas do Estado que levassem à "repressão financeira"[60]. Para essa visão, tais limites estagnariam a economia por impedirem a formação de poupança, essencial ao investimento produtivo.

A abordagem neutra difere da de Keynes pois pressupõe que a poupança seja anterior e necessária ao investimento. Para Keynes, no entanto, o investimento depende da decisão do empresário e da disponibilidade de crédito[61]. O investimento poderia deixar de ser realizado por ausência de financiamento, mas nunca por falta de poupança. Por isso, diferente da concepção que vê na poupança o elemento propulsor do investimento, o crédito seria considerado o elemento financeiro que daria suporte ao processo de acumulação produtiva. Assim, o sistema financeiro teria seu nível de eficiência baseado na capacidade de expandir ou contrair a liquidez e o crédito.

De acordo com Luiz Fernando de Paula, para Keynes, o financiamento para formação do capital comporta dois processos distintos, o *finance* e o *funding*. Primeiro há a obtenção de moeda (*finance*), considerado como o início do processo de formação do capital, seguido da *decisão de investimento* que importará em geração de renda e proporcionará a *poupança*. A poupança é canalizada para o mercado financeiro para consolidar a dívida de curto prazo (*funding*).[62]

Os pós-keynesianos adicionam o elemento da incerteza no circuito, tendo em vista que a geração de renda poderá não se converter em alocação a títulos de longo prazo. Assim, em mercados financeiros pouco estruturados e que possuam pouca diversidade de ativos, há a tendência ao racionamento de crédito ou à insuficiência de financiamento a longo prazo. Ao mesmo tempo, o aprofundamento desses mercados pode ser alvo de tensões especulativas. [63]

A existência de mecanismos adequados ao financiamento é, portanto, um dos pilares para a eficiência da alocação de recursos na acumulação produtiva, e pode ser

---

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas: Editora da Unicamp, 1999.

[60] O tema da "repressão financeira" e da liberalização serão alvo de uma análise mais detida no terceiro capítulo deste trabalho.

[61] Cf. Capítulo 6 da "Teoria geral do emprego, do juro e da moeda". KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 2a. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

[62] PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 101-109.

[63] Ibid., p. 105-109.

originária de três fontes: dinheiro em ativos e em carteira; fundos internos (lucro retido; autofinanciamento); e fundos externos (empréstimos, debêntures, oferta de novas ações).[64]

O *financiamento da produção* normalmente pode ser feito a curto prazo e à base de empréstimos bancários, enquanto que os *financiamentos de aquisição de ativos fixos* demandam longos prazos e normalmente são obtidos nos mercados de títulos e ações[65] ou mesmo por bancos comerciais ou estatais em estruturas que tem o sistema financeiro baseado no crédito bancário[66].

A atividade do sistema financeiro afeta o nível de investimento produtivo porque o *valor* dos ativos financeiros, o *montante do investimento* que será financiado e o *preço* de oferta dos bens de investimentos, todos dependem do mercado financeiro, do processo bancário e do custo de financiamento. Assim, a atuação dos intermediários, "aos quais são confiadas parcelas substanciais da poupança social, será determinante para os resultados do processo produtivo".[67]

Em caso, portanto, de haver uma decisão sobre investimento por parte do agente, é necessária a existência de um ambiente propício à concretização dessa vontade. Assim, "os fluxos de renda devem ser operacionalizados no sentido de o excedente ao consumo encontrar as vias adequadas para ser aplicado no processo de produção".[68]

O sistema financeiro deve funcionar para que responda adequadamente às demandas de financiamento produtivo. Por conseguinte, é a política monetária e creditícia que irá sancionar ou não essa decisão de investimento, além de controlar a capacidade desse sistema.[69]

Um importante estudo elaborado pela CEPAL no início da década de 1970 demonstra a importância do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, principalmente no que se refere aos países periféricos e os problemas de um sistema "neutro" para esses países.[70] Segundo o estudo, é possível identificar três funções da intermediação

---

[64] MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2a ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013, p. 206-207.
[65] Ibid., p. 206-207.
[66] PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 110-120.
[67] CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 91.
[68] Ibid., p. 89.
[69] BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p. 37.
[70] CEPAL. **La Intermediación Financiera en America Latina**. CEPAL: Santiago de Chile, 1971. A necessidade de um sistema financeiro funcional e regulamentado nos países periféricos será melhor abordada no último capítulo deste trabalho.

financeira: criar crédito, transferir fundos de empréstimos e viabilizar a diversificação e acumulação de ativos.

A primeira função, de criar crédito, pode ser direcionada ao fornecimento de recursos para o financiamento da formação real de capital, produção corrente, de consumo ou para aquisição de ativos reais ou financeiros. É na primeira situação que pode ser identificada a envergadura do sistema financeiro para aumentar a capacidade produtiva de um país. A segunda é essencial para a atividade produtiva por manter o padrão da atividade econômica. Já a terceira, relativa ao consumo, está vinculada à manutenção ou expansão da demanda, facilitando o gasto com bens de consumo duráveis que em condições normais de renda não seriam passíveis de aquisição, além de buscar a elevação do nível da demanda quando ela está deprimida em razão da conjuntura econômica ou distribuição desigual de renda. A última função não tem relação orgânica com os fluxos de produção (consumo e investimento) e tende a flutuar descontroladamente em razão do desenvolvimento dos mercados financeiros.[71]

A essencialidade da relação funcional entre sistema financeiro e produtivo é enfatizada por Minsky:

> Uma vez que o funcionamento normal do sistema bancário-financeiro é uma condição necessária para o funcionamento satisfatório da economia capitalista, qualquer distorção nele implicará em distúrbios. (...). Para entender a economia capitalista moderna, é necessário uma visão realista do sistema bancário, como fonte de perturbações que podem induzir e ampliar instabilidades, sem deixar de ser fator essencial para a acumulação de capital e crescimento econômico.[72]

Schumpeter, também ao falar da essencialidade do sistema de crédito para o crescimento econômico, afirma que o empresário já nasce devedor e que o primeiro depósito na instituição financeira é oriundo da remuneração do empréstimo. De tão grande a centralidade do crédito para a atividade produtiva, Schumpeter descarta de seu trabalho a análise sobre o financiamento do consumo por não fazer parte "da essência da natureza econômica de nenhum indivíduo que deva contrair empréstimos para o consumo nem da natureza de nenhum processo produtivo que os participantes devam incorrer em dívidas para o propósito de seu consumo".[73] O autor parte do conceito do crédito como elemento criador de poder de compra:

---

[71] CEPAL. **La Intermediación Financiera en America Latina**. CEPAL: Santiago de Chile, 1971, p. 3-6.
[72] MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2a ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013, p. 256-257.
[73] SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997, p. 107.

> o crédito é essencialmente a criação de poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário, mas não simplesmente a transferência de poder de compra existente. A criação de poder de compra caracteriza, em princípio, o método pelo qual o desenvolvimento é levado a cabo num sistema com propriedade privada e divisão do trabalho. Através do crédito, os empresários obtêm acesso à corrente social dos bens antes que tenham adquirido o direito normal a ela. Ele substitui temporariamente, por assim dizer, o próprio direito por uma ficção deste. A concessão de crédito opera nesse sentido como uma ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens de que necessita: significa confiar-lhe forças produtivas. É só assim que o desenvolvimento econômico poderia surgir a partir do mero fluxo circular em equilíbrio perfeito. E essa função constitui a pedra angular para a moderna estrutura de crédito.[74]

Um sistema financeiro desfuncional ao desenvolvimento econômico, seja no sentido de não responder adequadamente à demanda por financiamento, seja no sentido de desviar o foco da política monetária e financeira para o aumento dos seus benefícios, leva ao fortalecimento de uma classe que perde progressivamente a sua função social.

Tendo-se um sistema que não responde à demanda dos agentes por financiamento, os períodos caracterizados por expectativas pessimistas tendem a ter o crescimento econômico obstado pelo desincentivo ao investimento espontâneo e pela falta de fontes adequadas de financiamento. No caso de expectativas otimistas, a alternativa é recorrer às fontes alternativas de créditos que normalmente levam ao financiamento externo, sujeito ao descasamento de prazos e moedas e de maior fragilidade financeira.[75]

Ambas as situações demonstram a necessidade de uma forte regulamentação, a nível nacional e internacional, que contenha o ímpeto predatório das instituições financeiras e as torne funcionais ao desenvolvimento econômico.

Políticas monetárias e financeiras propostas pelos partidários do sistema financeiro "neutro", de liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros, mitigam as barreiras que poderiam ser eficazes contra o papel desestabilizador do sistema. As ameaças de crises financeiras e a necessidade de injetar reservas no sistema para evitá-las fazem com que as autoridades monetárias fiquem sujeitas ao império dos bancos e mercados de capitais.[76]

---

[74] SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997, p. 111.
[75] PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 107-108.
[76] MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2a ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013, p. 275.

Para evitar os efeitos desestabilizadores do poder financeiro, é fundamental que haja intervenção estatal no sentido de controlar a intermediação financeira para os fins do desenvolvimento econômico, respeitadas, obviamente, as liberdades para o exercício regular da atividade.

Desse modo, é a forma política que irá, por meio da integração entre política industrial, monetária e financeira, unir os interesses dos capitais sem miná-los e sem potencializar suas contradições. A ideia de que o capital monetário é essencial à acumulação produtiva coloca a política monetária e financeira como eixos fundamentais da política estatal.

Segundo De Chiara:

> A imprescindível presença da moeda e do crédito no seio das economias, como elementos viabilizadores das relações de mercado, confere-lhes o atributo de instrumentar a política econômica do Estado, revelando os comportamentos predominantes que constituem os fatos globais do mercado, e, por ajustes em sua administração, permitem adoção de medidas para direcionamento do consumo, da poupança e do investimento em linha com as diretrizes de política econômica e dos planos de desenvolvimento do Estado.[77]

As proposições baseadas nos ideários keynesianos, portanto, demonstram a necessidade de um sistema financeiro regulado e que ande lado a lado do sistema produtivo, de forma harmônica com a política econômica estatal, numa relação que favoreça a ordem social e não os interesses individuais de cada agente. É o oposto da concepção que toma o sistema financeiro como "neutro", pois tem como fim canalizar os recursos para objetivos que priorizem a aceleração do desenvolvimento econômico e social.[78]

Tratando-se de economias periféricas, o direcionamento de um sistema financeiro voltado aos interesses de desenvolvimento econômico é ainda mais necessário, como será demonstrado no último capítulo deste trabalho.

A relação entre capital monetário e capital industrial, desse modo, deve ser equilibrada a ponto de convergir para o bem-estar social. O descontrole sobre essa relação pode trazer contradições indissolúveis ao sistema capitalista. Assim, segundo Suzanne de Brunhoff:

> Por um lado, a circulação financeira ligada ao sistema de crédito e às contradições particulares da circulação do capital tem necessariamente uma função no modo de produção capitalista. Mas, por outro, se ela adquire uma autonomia demasiadamente grande, as facilidades do financiamento tornam-se dificuldades

[77] CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 95-96.
[78] CEPAL. **La Intermediación Financiera en America Latina**. CEPAL: Santiago de Chile, 1971, p. 9.

> financeiras que questionam as relações de crédito e afetam a validade da moeda de crédito. Ao mesmo tempo em que se desenvolve sobre bases particulares distintas daquelas da circulação simples das mercadorias, a circulação financeira não pode separar-se desta última. Isto torna ainda mais urgente a solução do problema da reprodução do equivalente geral como combinação de diferentes tipos de moeda.[79]

I.4. Desequilíbrios: capital monetário, capital industrial e capital financeiro

No campo teórico de influência marxista, o avanço da importância e abrangência do capital monetário sobre as diversas esferas da sociedade (civis, sociedades empresariais, governos etc.), conformando-se aos poucos como bloco de poder hegemônico, juntamente à modernização do sistema capitalista, que exigia cada vez mais um aparato financeiro que respondesse ao seu progresso, levou ao amadurecimento de estudos que passaram a enxergar as frações de classe correspondentes ao capital monetário (banqueiros e financistas)[80] como propensas à dominação do Estado e mesmo da dominação do próprio modo de produção capitalista, como pressupôs Marx ao falar da tendência à autonomia dessa forma de capital.

Os estudos elaborados por John Atkinson Hobson, Rudolf Hilferding e Lênin[81] foram fundamentais para a evolução das ideias embrionárias de Marx sobre o capital monetário e a relação deste com o processo de acumulação produtiva. Dada a importância desses trabalhos como base para os teóricos que posteriormente formularam a teoria da financeirização, é imperativo trazer ao presente trabalho uma síntese de suas contribuições.

Apesar de os trabalhos desses autores guardarem correspondência com as relações econômico-financeiras do espaço-tempo em que foram desenvolvidos – a Inglaterra, os Estados Unidos e a Alemanha do fim do século XIX e início do século XX –, sua análise não é menos importante para os fins aos quais se propõe este trabalho porque introduz uma problemática, ainda que incipiente, da projeção do capital monetário no ciclo de reprodução do capital.

John A. Hobson, em uma de suas obras de maior alcance, "A evolução do capitalismo moderno" (1926)[82], expôs seus estudos sobre a origem e expansão do sistema

---

[79] BRUNHOFF, Suzanne de. **A política monetária**: uma tentativa de intepretação marxista. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978, p. 82.

[80] Trataremos aqui o capital portador de juros e o capital fictício como categorias do capital monetário.

[81] Muitos outros autores se debruçaram sobre o tema, mas para os fins do presente trabalho trataremos apenas dos principais nomes que representam a teoria clássica.

[82] A primeira edição do livro foi publicada em maio de 1894 e atualizada pela última vez em maio de 1926, versão que utilizamos para fazer os presentes comentários.

capitalista moderno na perspectiva das transformações observadas na estrutura da grande empresa industrial e sua relação com o desenvolvimento financeiro.

No início do desenvolvimento do capitalismo, a relação entre as finanças e a indústria se baseava numa mera comunhão de interesses, sem que houvesse a interferência direta de um na lógica funcional do outro. Era uma relação simples forjada no interesse do industrial na captação de recursos para investir no processo produtivo e na contrapartida oferecida pelo proprietário do dinheiro de cedê-lo ao industrial em troca de uma remuneração.

Como Marx já havia relatado em seus estudos, o capital monetário sempre exerceu papel fundamental na expansão do sistema capitalista. O avanço da indústria moderna, com as alterações implantadas nos métodos de produção por meio da mecanização da maquinaria, a diversificação das mercadorias, o alargamento das fronteiras, as várias espécies e tamanhos de empresas que surgiram, provocaram o ajustamento da sociedade em todos os sentidos. Não seria diferente com o sistema financeiro, que, para dar sequência à demanda do sistema produtivo por financiamento às suas atividades, aumentou o fluxo e variedade de capitais vertiginosamente.

O dinheiro do capitalista industrial e do capitalista monetário, isoladamente, não eram suficientes para dar conta da alta demanda. Para dar vazão à expansão, o capital privado procurou se juntar a outros capitalistas com capacidade de investimento. A ideia da empresa cooperativa foi completamente difundida, de início, nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha.[83]

O fruto dessa concepção, gestacionada da companhia de capital acionário, é a junção do capital monetário ao capital industrial. O capital industrial, ao se incorporar ao mercado de ações, já se insere na lógica financista do capital monetário – a empresa moderna nasce entrelaçada ao setor creditício e especulativo:

> O traço característico da grande empresa moderna é que essa prática anômala e ocasional se transforma em universal e permanente, e que existe um mecanismo financeiro complexo para operá-la. O crédito entra na estrutura financeira da empresa de capital acionário já no nascimento desta, sob a forma de capitalização: ele entra na atividade funcional da empresa, por meio dos descontos de duplicatas ou notas promissórias, de adiantamentos feitos por bancos e outros empréstimos temporários.[84]

[83] HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 176-181.
[84] Ibid., p. 180.

O capitalista monetário (ou capitalista financeiro) concebido por Hobson não é a classe que necessariamente detém a propriedade do dinheiro para distribuí-lo aos setores deficitários, mas um bloco de poder que reúne todos aqueles que se beneficiam dos rendimentos decorrentes do mercado financeiro, os *financistas*.

A lógica da especulação é absorvida pela grande empresa moderna. Não se trata mais de uma relação eventual, em que o capitalista industrial recorre ao capitalista monetário na ocasião de oscilação dos seus negócios – para mais ou para menos.

A gestão empresarial, nesse estágio, direciona-se para a maximização dos rendimentos por meio de atuações voltadas à valorização especulativa e não necessariamente para o aumento da produtividade. Os bancos, unidos às grandes empresas, captam o alto excedente gerado pelo domínio monopolista e lançam grandes volumes de dinheiro no mercado de capitais numa proporção cada vez maior.

Ao tratar da tendência do capital industrial à monopolização,[85] tomando-se como exemplo prático as estruturas do cartel alemão e dos trustes ingleses e estadunidenses, Hobson chama a atenção para esse poderoso entrelaçamento em busca do domínio de mercados.

A análise de Hobson é essencial por tratar da relação estreita entre o capital monetário e o capital industrial nos países que, no espaço-tempo observado, detêm os mais avançados níveis de desenvolvimento do sistema capitalista em escala mundial.[86]

O autor desenvolve uma tendência de imbricação e dominação da lógica de um capital sobre o outro antevista por Marx, mas não desenvolvida por ele. Hobson vai além da

[85] Mesmo diante da tendência ao imperialismo do capital monopolista, Hobson considerava que a expansão da indústria moderna poderia ter se dado de uma forma distinta: "Deve ficar claramente entendido que essa pressão constante para ampliar a área dos mercados não é um fruto inevitável de todas as formas de indústria organizada. Se a concorrência fosse substituída por combinações de caráter genuinamente cooperativo, nas quais todo o ganho proveniente de economias aperfeiçoadas fosse repassado aos operários sob a forma de salários, ou a grandes grupos de investidores sob a forma de dividendos, a expansão da demanda nos mercados internos seria tão grande que daria pleno emprego às forças produtivas de capital concentrado; em consequência, não surgiriam massas de lucros automaticamente acumulados, configurando crédito adicional e exigindo emprego externo. São os lucros "monopolistas" dos trustes e consórcios, auferidos na estruturação, na operação financeira ou no trabalho industrial, que formam um fundo agregado de crédito automaticamente acumulado, cuja apropriação pelo setor financeiro provoca contração na demanda de mercadorias e redução correspondente do emprego de capital nas indústrias norte-americanas". HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 194.

[86] Na Inglaterra, Hobson atribui os primeiros passos da aliança entre capital monetário e industrial ao período logo após a primeira metade do século XVIII. Antes disso, os grandes investimentos às empresas industriais eram concedidos pelo Fundo da Dívida Pública, o Banco da Inglaterra e a Companhia das Índias Orientais. Ibid., p. 51.

análise do poder resultante da aliança desses dois grupos, que é o domínio monopolista, e disseca o papel de cada um deles nessa relação.

Identifica, sobretudo, que há o efetivo domínio da classe financeira sobre a classe industrial e que esse domínio passa a ser o orientador dos desígnios da indústria capitalista:

> Quando se tem na devida conta o duplo papel desempenhado pelos bancos no financiamento das sociedades por ações, primeiro como patrocinadores e subscritores, muitas vezes como grandes possuidores de lotes de ações "não digeridas" pelo público investidor, depois como mercadores de dinheiro, que descontam duplicatas e promissórias e adiantam dinheiro, fica bem claro que a tarefa do banqueiro moderno é, em grande parte, a do financista comum, e que a dominação financeira na indústria capitalista é exercida em grande medida por banqueiros.[87]

De acordo com Hobson, depois do setor de transporte, o setor financeiro (operações bancárias e de seguros, corretagem de ações e de câmbio e toda espécie de empréstimo) era considerado o mais concentrador e foi o primeiro a ampliar sua atuação sob a forma de sociedade anônima e sob o campo de ação internacional, constituindo-se como o berço do capitalismo moderno.[88] Para o autor, foi a fusão entre os interesses financeiros e industriais, sob o comando dos primeiros, e não a qualidade técnica da empresa, que deu unidade econômica ao capitalismo moderno.[89]

O banco ampliou o alcance de sua atuação, passando de mera instituição indutora do investimento produtivo a protagonista no processo de produção de mercadorias: inovou seu modo de operação para guiar a atividade da grande empresa no sentido de deslocar o excedente, antes destinado ao investimento produtivo ou absorvido pelo próprio capitalista como distribuição de lucro, para a multiplicação dos ganhos no âmbito do mercado financeiro. A atividade especulativa, antes ocasional, torna-se universal:

> Assim, os lucros provindos de monopólios específicos no mundo do transporte ou da manufatura são logicamente aplicados nas áreas mais gerais das finanças. Eles formam um fundo grande e crescente de capital disponível, que naturalmente se associa aos fundos disponíveis em mãos de banqueiros e realiza, pelos meios que descrevemos, o fortalecimento de um controle financeiro geral sobre "negócios", o que permite à classe financeira retirar uma cota maior da riqueza geral. Foi assim que construtores de trustes como os Srs. Rockefeller, Rogers, Havemeyer e dirigentes de estradas de ferro como Harriman, Gould, Depew ou Vanderbilt, se tornaram banqueiros ou diretores de companhias de seguros, enquanto banqueiros

[87] HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 188.
[88] "Nessas empresas, a expansão do capital não guarda nenhuma relação com a da mão-de-obra, e, nelas, a vantagem de um capital vultoso é normalmente maior do que em qualquer outra operação financeira". Ibid., p. 91.
[89] Ibid., p. 97.

> como J. P. Morgan organizavam combinações na indústria de aço e navegação e participavam em diversas diretorias de companhias ferroviárias e industriais.[90]

Desse modo, mesmo reconhecendo o papel fundamental dos bancos para o avanço da indústria moderna, Hobson alerta para os danos que poderiam ser ocasionados ante o crescente avanço do bloco de poder composto pelo setor financeiro:

> Esse breve estudo das finanças do capitalismo torna claro, primeiro, que um mecanismo financeiro complexo é essencial à delicada ajustagem da indústria moderna; segundo, que esse mecanismo, operado com finalidade de lucro individual, pode conseguir frequentemente os lucros mais elevados, provocando transtornos e desajustamentos industriais.
> Como o "crédito" se converte cada vez mais na força vital dos negócios modernos, a classe dos que controlam o crédito torna-se mais poderosa e embolsa como "ganhos" um percentual maior do produto industrial.[91]

A obra de Hobson também antecipa a tendência de o capital monetário, assim como ocorre com o movimento das indústrias dos países centrais, difundir-se mundo afora em busca de outros mercados. Em especial, o caráter abstrato da riqueza permite que a mercadoria *dinheiro* possa transitar com fluidez no mercado mundial.[92]

Nessa linha, o autor enfatiza o exemplo da política expansionista norte-americana e o poder de suas grandes corporações:

> Outra expressão da mesma necessidade econômica, impregnada de significado ainda mais sério, é a nova plataforma nacional da política de expansão norte-americana. A raiz econômica essencial, a principal força motriz de toda a expansão imperialista moderna, é a pressão das indústrias capitalistas no sentido da conquista de mercados – em primeiro lugar, mercados para investimentos, e em segundo lugar, mercados para produtos excedentes da indústria nacional. (...). Reivindica-se a América do Sul como um mercado preferencial para os investimentos dos "lucros" dos trustes e para seus produtos excedentes: se, eventualmente, esses Estados puderem ser incorporados em um *Zollverein*, sob a suserania dos Estados Unidos, a área das operações financeiras se ampliará consideravelmente.[93]

Segue, então, o mesmo raciocínio, agora especificamente para a expansão das finanças:

> Os magnatas das finanças que controlam o destino político dos Estados Unidos recorrerão à pressão diplomática, à força armada e, onde for vantajoso, à ocupação de territórios com vistas à dominação política. A poderosa e dispendiosa Armada norte-americana, que, incidentalmente, começa agora a ser construída, atende aos propósitos da consecução de contratos lucrativos para as indústrias de construção naval e metalúrgica: seu significado e uso real é fortalecer o agressivo programa

[90] HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. p. 190.
[91] Ibid., p. 188.
[92] Ibid., p. 111.
[93] Ibid., p. 193.

> político imposto à nação pelas necessidades econômicas dos capitalistas financeiros.

O sentido que Hobson traz ao poder do capital financeiro de se alastrar em busca de mercados não decorre apenas de uma força trazida pela mera comunhão de interesses entre o capital monetário e o capital industrial, mas de uma união dominada pelo capital monetário com o fim de ocupar não apenas os mercados produtivos dos países periféricos, mas também seus mercados financeiros. Hobson ensaia o poder do imperialismo dos Estados Unidos e seus conglomerados econômico-financeiros:

> O triângulo de forças do capitalismo norte-americano, representado por fusões de ferrovias, trustes industriais e corporações bancárias, inclina-se cada vez mais para assumir a forma de um poder puramente financeiro: uma massa de crédito, orientada para qualquer ponto do sistema econômico em que é chamada para forçar uma associação industrial, financiar um *coup* no ramo da mineração ou ferroviário ou esmagar qualquer ameaça de invasão em uma de suas "esferas de influência".[94]

Portanto, pela nova lógica do capitalismo moderno, o alto excedente gerado pela atuação predatória dos monopólios, que encontra limites expansivos nos países de origem, deve ser canalizado para outros mercados em forma de investimento direto estrangeiro ou exportação direta de capital monetário. [95]

Numa outra perspectiva que também trata da relação entre o capital industrial e monetário estão situados os estudos de Hilferding e Lênin.[96]

A primeira questão a ser tratada se refere ao uso do termo *capital financeiro* pelos autores.[97] Diferente de Hobson, Hilferding concebe o *capital financeiro* como a união orgânica – e não meramente de comunhão de interesses – entre o capital monetário e o capital

---

[94] HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 191-192.

[95] "Em cada caso, o financista é o instrumento ou veículo dessa pressão: uma torrente cada vez mais volumosa de poupanças de investidores transfere-se continuamente para o sistema bancário e financeiro que ele controla; para manter seu fluxo, com o máximo de ganho, o financista deve achar ou engendrar novos investimentos". Ibid., p. 194.

[96] Tratamos aqui de duas obras específicas dos autores: "O capital financeiro", de Hilferding, publicada em 1910 e "Imperialismo, fase superior do capitalismo", de Lênin, publicada em 1917.

[97] "(...) este segundo sentido do termo 'capital financeiro' *apagou o primeiro*, isto é, o do *Capital*. A questão não seria grave se, na noção que utiliza, Hilferding levasse em conta a definição de Marx e o *caráter crítico* e *dialético* desta, de modo que a 'fusão' por ele concebida não tivesse esvaziada das contradições identificadas graças aos conceitos básicos do *Capital*"; "Há, portanto, uma ligação cada vez mais íntima entre capital bancário e capital industrial, através da qual o capital toma a forma de capital financeiro. A distinção feita por Marx, entre os dois, mesmo quando se tratasse das sociedades por ações, seria portanto invalidada". BRUNHOFF, Suzanne de. **A política monetária**: uma tentativa de interpretação marxista. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978, p. 103.

industrial em torno de grupos econômicos monopolistas com o fim de expandir a grande empresa para o mercado mundial.[98]

Assim, o *capitalismo financeiro*, no sentido descrito por Hilferding, seria caracterizado fundamentalmente como forma particular de política empreendida no sistema capitalista, um estágio de desenvolvimento econômico que extrapola as fronteiras nacionais dominada pelo formato moderno da grande empresa.

Como visto, Hobson não nega o objetivo imperialista da formação do monopólio, tanto o é que posteriormente à primeira publicação do livro "A evolução do capitalismo moderno" o autor edita, no ano de 1902, a obra "O imperialismo". No entanto, afora a importância do autor como preconizador das ideias sobre o imperialismo, é em sua primeira obra que Hobson trata especificamente do surgimento da nova classe de *financistas* que ocasiona a dominação dos interesses rentistas frente aos produtivos. A supremacia do capital norte-americano seria decorrente da dominação *interna* da classe financeira sobre a indústria, não se tratando os financistas de meros rentistas, mas dominadores funcionais. Haveria uma solidariedade de interesses entre os capitais que tenderia, contudo, ao parasitismo.[99]

Hilferding também analisa a relação entre capital monetário e capital industrial, mas entende que a dominação de um sobre o outro se dá por meio de uma *fusão orgânica* cujo objetivo é o domínio *externo*, ou seja, a criação de um grupo suficientemente forte para abalar a estrutura concorrencial do capitalismo mundial e consolidar seu poder perante outras empresas multinacionais dos mais diversos países. Essa nova conjuntura, guiada pelo *capital monetário*, seria uma forma superior do capitalismo da qual derivaria o imperialismo do grande capital.

A obra de Hilferding, também nesse aspecto diferente da abordagem proposta por Hobson, além de tratar da expansão do capitalismo a nível mundial, tenta dar continuidade aos estudos de Marx sobre a estrutura do capital monetário a fim de explicar a forma como se dá o domínio do capital financeiro. O autor destrincha a teoria do dinheiro e

---

[98] "Os traços mais característicos do capitalismo 'moderno' são constituídos pelos processos de concentração que aparecem, por um lado, na 'abolição da livre concorrência', mediante a formação de cartéis e trustes, e, por outro lado, numa relação cada vez mais intrínseca entre o capital bancário e o capital industrial. É através dessa relação que o capital vai assumir a forma de capital financeiro, sua forma mais elevada e abstrata, como se demonstrará mais adiante, pormenorizadamente". HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro.** São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 27.

[99] TAVARES, Maria da Conceição. Apresentação. In HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. XVIII-XIX.

do crédito para depois analisar a realidade prática do capitalismo moderno e do papel do capital monetário no novo estágio do capitalismo – a fase imperialista.

O ponto mais importante a ser extraído da obra de Hilferding para o presente trabalho é a relação orgânica entre o capital monetário e o capital industrial, em especial a função do primeiro nesta relação, que Hilferding concebe ser o motor da política imperialista.

Para Hilferding, a dinâmica imposta pela aliança entre os capitais transforma a função do empresário industrial, que tem por fim gerir a empresa para incrementar a produtividade e obter lucro, em *lançador de ações*. Tanto o acionista – que detém uma porção da empresa –, quanto o banqueiro, estão presentes na estrutura produtiva para auferir ganhos decorrentes da valorização do dinheiro.[100] Ao fim, seriam ambos capitalistas monetários:

> Ela transforma em princípio fundamental o que tem sido ocorrência ocasional, casual na empresa individual: ou seja, a liberação do capitalista industrial de suas funções de empresário industrial. Para o capitalista, essa alteração de função atribui ao capital investido na sociedade anônima a função de puro capital monetário. O capitalista monetário, enquanto credor, nada tem a ver com o que é feito com seu capital no processo de produção, embora esse emprego seja, em realidade, a condição necessária da relação de empréstimo. Sua função é apenas ceder seu capital monetário e recuperá-lo com os juros depois de certo tempo, resumindo-se, pois, sua função numa transação jurídica; assim também o acionista atua como simples capitalista monetário.[101]

Do mesmo modo, o capitalista industrial, dada a sua conjugação e à dependência que tem das instituições financeiras a partir do momento em que pretende dominar o mercado mundial, torna-se subordinado ao capitalista monetário. A formação do capitalismo moderno, com a consolidação de cartéis e trustes, faria com que a maior parte do capital utilizado na indústria fosse proveniente da fração de classe correspondente ao capital monetário. Para Hilferding, é essa dependência do capital monetário que faz do capitalista industrial um capitalista financeiro, pois seu objetivo passa a ser guiado no sentido da acumulação financeira, e não da produtiva. O poder do capital monetário é materializado na capacidade dessa fração de classe de se apoderar do lucro da empresa desde a sua fundação.

---

[100] "(...) o acionista está sempre em condições de poder recuperar seu capital por meio da venda de suas ações, de seu direito ao lucro, e nessa medida encontra-se nas mesmas condições do capitalista monetário. Essa possibilidade de venda é criada mediante um mercado próprio, a Bolsa de Valores. É só com o estabelecimento desse mercado que se atribui ao capital acionário (agora sempre "realizável" para o particular) o caráter efetivo de capital monetário". HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 113.
[101] Ibid., p. 111.

A contribuição de Hilferding é também demonstrar como o capital monetário pode ser um mecanismo poderoso e eficiente a serviço da grande empresa industrial. A alta capacidade de acúmulo de fundos à disposição das empresas e de mobilidade do capital monetário através das fronteiras é concebida por Hilferding como essencial para a expansão imperialista.

Assim, ainda que se tratasse de uma relação que penderia para o lado do predomínio da acumulação financeira, a fusão entre os dois capitais teria um sentido funcional do ponto de vista da acumulação produtiva. A união teria por fim justamente o domínio de novos mercados para o escoamento produtivo e implantação das multinacionais nos países periféricos. O objetivo, portanto, continuaria a ser o da produção da mercadoria, mesmo com o desvio progressivo de recursos para a acumulação financeira.

Hilferding também vê o fortalecimento do Estado como necessário à expansão desse grande capital, pois seria imperativo o uso do poder político para abrir os mercados e deixá-los livres para o domínio do capital financeiro:

> Essa ideologia é, porém, completamente oposta à do liberalismo; o capital financeiro não quer liberdade, mas dominação; não tem interesse pela autonomia do capital industrial, mas exige seu atrelamento; detesta a anarquia da concorrência numa escala mais alta. Mas para impor isso, para manter e ampliar sua superioridade, precisa do Estado que lhe assegure o mercado interno mediante a política aduaneira e de tarifa, que deve facilitar a conquista de mercados estrangeiros. Precisa de um Estado politicamente poderoso que, na sua política comercial, não tenha necessidade de respeitar os interesses opostos de outros Estados. Necessita, em definitivo, de um Estado forte que faça valer seus interesses financeiros no exterior, que entregue seu poder político para extorquir dos Estados menores vantajosos contratos de fornecimento e tratados comerciais. Um Estado que possa intervir em toda parte do mundo para converter o mundo inteiro em área de investimento para seu capital financeiro. O capital financeiro finalmente precisa de um Estado suficientemente forte para praticar uma política de expansão.[102]

Por meio de uma abordagem com fundamentos bastante similares aos de Hilferding e Hobson, pois ancorada nos escritos do primeiro e baseada, em alguns pontos, nas ideias do segundo (mesmo "ofendendo" este último de "não-marxista" sempre que possível)[103], Lênin também traz uma importante contribuição à análise sobre relação entre capital monetário e capital industrial.

---

[102] HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 314.

[103] "Um dos efeitos do marxista Hilferding consiste em ter dado, a este propósito, um passo atrás em relação ao não-marxista Hobson"; "Para melhor o mostrar, concedemos a palavra a Hobson, o mais 'seguro' dos testemunhos, uma vez que não se poderá acusá-lo de partidarismo face à 'ortodoxia-marxista'". LÊNIN, Vladimir Ilich. **O imperialismo**: fase superior do capitalismo. 3a ed. São Paulo: Global, 1985, p. 98 e p. 101.

Lênin vai um pouco além e afirma que o estágio do capitalismo no período a que faz referência (início do século XX), com o fim do regime concorrencial e estabelecimento dos monopólios, corresponderia a uma nova fase do capitalismo, transformando-o qualitativamente a ponto de aprofundar as contradições de classe.

Enfatiza também a supremacia do capital monetário sobre o capital industrial na relação entre ambos. Esse novo e predatório poder seria capaz de acabar com a concorrência e estrangular determinados setores da produção.

Lênin destaca o papel central do Estado na consolidação do poder do capital monetário por meio não apenas das políticas internas de incentivo à formação de conglomerados financeiros, mas na implantação de políticas econômicas de prevalecimento da exportação de capitais sobre a exportação de bens, o que levaria a uma agudização da desigualdade entre os países, tornando as nações mais atrasadas industrialmente contumazes devedoras e dominadas financeiramente.[104]

Por sua vez, a conjugação dos capitais para formar o conglomerado do *capital financeiro* trilharia um paradoxo caminho que induz ao distanciamento entre o capital monetário e o capital produtivo, invertendo a centralidade do próprio sistema capitalista, que passaria a ter o núcleo voltado para a valorização do capital monetário em detrimento do produtivo:

> Como em regra geral, o que é próprio do capitalismo é separar a propriedade do capital da sua utilização na produção; separar o capital-dinheiro do capital industrial ou produtivo; separar aquele que vive apenas dos rendimentos obtidos do capital-dinheiro, não só do industrial, como de todos aqueles que participam diretamente na gestão dos capitais. O imperialismo, ou o domínio do capital financeiro, é aquela fase superior do capitalismo na qual esta separação atinge vastas proporções. A supremacia do capital financeiro sobre todas as outras formas do capital significa a hegemonia dos que vivem dos rendimentos e do oligarca financeiro; significa uma situação privilegiada de um pequeno número de Estados financeiramente "poderosos" em relação a todos os outros.[105]

Por fim, os efeitos dessa relação, que tinha como protagonista o capital monetário, foram detidamente considerados pelos autores. A interferência negativa do capital monetário sobre a organização dos trabalhadores (lutas e hegemonização internas à classe), sobre o processo de industrialização (tendência à estagnação e abstenção tecnológica) e sobre a dominação entre nações centrais e periféricas com a progressiva perda da soberania nacional, foram consequências tidas como prejudiciais à toda a sociedade e à

[104] LÊNIN, Vladimir Ilich. **O imperialismo**: fase superior do capitalismo. 3a ed. São Paulo: Global, 1985, p. 60-63.
[105] Ibid., p. 98 e p. 58.

própria manutenção do sistema capitalista de produção. O desenvolvimento desses efeitos, ainda que apaixonadamente levantados por Lênin, foram aprofundados décadas depois com o retorno às discussões acerca da dominância da acumulação financeira sobre a produtiva, ainda que diante de dinâmicas histórico-concretas distintas.

Como mencionado no início do tópico, em que pese tais estudos estarem situados num espaço-tempo particular da história, a percepção, por esses autores, de que havia uma tendência do bloco de poder financeiro, dada a sua capacidade de aglutinar volumes imensos de dinheiro e de autovalorizá-los, desgarrar-se dos fins da acumulação produtiva, era não apenas uma evidência para a situação presenciada naquele período, mas pendia para a perpetuidade. Essa tendência demorou ainda muitas décadas para ser concretizada e alguns autores consideram que ela enfim se consolidou, como será demonstrado ao longo do primeiro capítulo deste trabalho.

I.5. *Financeirizações*

A relação entre o capital monetário e o capital industrial, ou entre o setor financeiro e o setor produtivo, é alvo de um sem número de discussões nos dias atuais.

Esse debate conheceu um hiato significativo que perdurou dos anos 1930 aos meados de 1970 em razão da emergência e implantação das políticas keynesianas nos países centrais e periféricos, quando predominaram as práticas industrializantes e de regulamentação financeira como centro de atuação dos Estados.

Nesse período, as discussões acerca do domínio do poder financeiro se acalmaram e junto à calmaria também os estudos de Hobson, Hilferding e Lênin foram afastados da pertinência sobre a atualidade e situados de volta ao espaço-tempo em que foram elaborados. A interação entre os capitais que levou às discussões sobre os malefícios do domínio do setor financeiro passou a ser encarada como mais uma fase já superada do capitalismo.

O debate sobre a possível relação predatória entre o capital monetário e o capital industrial retornou com intensidade logo após o fim do acordo de Bretton Woods e o restabelecimento da hegemonia norte-americana no início da década de 1970 com a ofensiva sobre a liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros mundiais.

O tema da *dominância financeira*, ou *financeirização*, possui numerosas frentes de embates e percepções, todas inclinadas à caracterização de uma ampla gama de

fenômenos que partilham entre si a ideia de supremacia das finanças, partindo desde o domínio da lógica financeira sobre o cotidiano dos cidadãos até a financeirização das *commodities* e sua influência no agronegócio.

Tratam-se, sobretudo, de abordagens que possuem uma importante afinidade quanto ao período em análise: as mudanças socioeconômicas que marcaram a dinâmica do sistema capitalista entre os anos 1970 e 1980 e que perduram, em menor ou maior grau, até os dias de hoje nos diversos países e no sistema mundo.[106]

Quando se fala em *lógica financeira* quer-se dizer que, assim como as demais formas de capital, o capital monetário tem uma pulsão e um modo de acumulação inerente a ele. No caso da acumulação financeira, o capital adquire a capacidade de se reproduzir pelo ciclo D-D', como já demonstrado no início deste trabalho. Deixar que o instinto do rentismo natural ao capital monetário floresça sem uma regulamentação cuidadosa, deixando-o contaminar todas as outras formas de capital de modo a subsumi-las à sua lógica, gera distorções na dinâmica da acumulação capitalista e no modo de regulação desse sistema. O equilíbrio entre as formas de capital é essencial para que haja também um equilíbrio das próprias contradições do capitalismo.

Por essa razão, Costas Lapavitsas acentua que é um equívoco tratar os lucros das instituições financeiras como uma medida do rentismo[107] e conceber a atividade financeira como representante do pecado original da acumulação capitalista; ou mesmo colocar em polos antagônicos a finança e a indústria, como se a primeira fosse a perdição e a segunda a salvação dos males do capitalismo contemporâneo.

O rentismo nada mais é do que a lógica da acumulação financeira. Os bancos não são inerentemente parasitas que sugam o excedente proporcionado pelo ciclo de produção de mercadoria; nem o mercado de capitais é palco exclusivo de atividades meramente especulativas. O sistema financeiro tem uma função social e possui uma lógica e dinâmica próprias, constituindo-se como elemento essencial ao desenvolvimento econômico.

---

[106] "Convergem apenas quanto ao papel central atribuído às finanças no capitalismo contemporâneo, em geral. A natureza dessa relevância, os mecanismos econômicos particulares que relacionam as finanças ao objeto específico de análise e até mesmo o significado das finanças são, contudo, bastante diversos". FELIPINI, André Rodrigues. PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2007): uma abordagem bibliométrica. **Economia e sociedade**. Campinas. No prelo, p. 3.

[107] LAPAVITSAS, Costas. **Financialised capitalism**: direct exploitation and periodic bubbles. Department of Economics School of Oriental and African Studies - University of London, p. 30-31. Disponível em: http://www.leftlibrary.com/lapavitsas1.pdf. Acesso em: 26 out. 2018.

O problema não é a forma como gera renda, essencial ao funcionamento do sistema capitalista, mas a forma como se dá a distribuição do montante arrecadado e o predomínio da lógica rentista sobre as demais formas do capital, a liberalização e desregulamentação do sistema financeiro e seu descolamento do setor produtivo, que podem tornar esse sistema desprovido de função social e transfigurar sua face mutualista para a face parasitária, de modo que as quantias absorvidas pelos entes financeiros sejam majoritariamente escoadas para outros locais que não a produção.

O problema notado pelos teóricos da financeirização é justamente a ampliação da lógica rentista para a integralidade dos estratos sociais e o aumento do poder dessa classe que geram efeitos danosos para aqueles que já são naturalmente excluídos das benesses do sistema capitalista de produção.

Talvez tenha sido mesmo a complexidade que tomou o sistema financeiro ao longo do tempo, com uma capacidade de mutação, ingerência na vida da sociedade e criatividade inimagináveis, o elemento responsável pela diversificação de abordagens sobre o tema. À medida que uma configuração econômica se insere tão descomedidamente na sociedade, é natural que o campo de estudo sobre ela se espalhe por diversas frentes. A universalidade de vertentes que buscam explicar esse fenômeno é minimamente um sintoma de que houve uma mudança significativa no modo de gerir a riqueza do mundo.

Numa brilhante passagem de uma de suas principais obras, David Harvey bem pontua a complexidade que ronda as relações financeiras:

> O sistema financeiro está envolto em um mistério que se origina da sua absoluta complexidade. Ele abrange o mundo intricado do banco central, das instituições internacionais remotas (o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional), de todo um complexo de mercados financeiros interligados (bolsas de valores, mercados futuros de mercadorias, mercados hipotecários etc.), de agentes (corretores de valores, banqueiros, atacadistas etc.) e de instituições (fundos de pensão e seguros, bancos mercantis, associações de crédito, bancos de poupança etc.). E, acima de tudo, ele inclui uma série de bancos privados extremamente poderosos (o Bank of America, o Crédit Agricole da França, o Barclays da Grã-Bretanha). Os banqueiros e suas cortes transitam de um lado para o outro entre a Basileia, Zurique, Londres, Nova York e Tóquio. Decisões que claramente afetam o destino de milhões são tomadas em reuniões internacionais, sugerindo que os banqueiros do mundo estão na verdade no controle não apenas das vidas dos indivíduos (tanto capitalistas quanto trabalhadores), mas também até das maiores corporações e dos governos mais poderosos. Essa imagem é mais verossímil ainda quando observamos que até mesmo esse aspecto do Estado dedicado à proteção das operações monetárias – o banco central – sempre se esquiva do controle democrático.[108]

[108] HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 411.

Assim, na ânsia de explicar esse complexo fenômeno, variadas abordagens sobre a ingerência das finanças no cotidiano surgiram a partir dos anos 1980. Esse enorme arcabouço fez alguns estudiosos, como o economista Robert Guttmann, criticar algumas teorias sobre a financeirização. Em sua obra, apontou para o generalismo das abordagens que acaba por esvaziar o tema, extraindo como exemplo o conceito proposto pelo pós-keynesiano Gerald Epstein[109]. Esse tipo de conceito, para o autor, tende a desembocar para um tortuoso caminho em que cada um se preocupa com uma dimensão específica da financeirização, quando o essencial, para compreendê-la, e para estudar uma possível superação ou minoração dos danos desse fenômeno, seria abordar sua dinâmica geral e inserção nas diversas economias.[110]

Em artigo elaborado para a revista do Instituto de Economia da Unicamp, "Economia e Sociedade", Alex Paludetto e André Felipini fazem um panorama detalhado da literatura sobre a financeirização elaborada entre os anos de 1992 e 2017 por meio de uma análise bibliométrica.[111]

Os autores concluíram pela existência de cinco linhas mestras da literatura acerca da financeirização: (1) maximização do valor do acionista, que tem como foco o desempenho (indicadores) das firmas sujeitas a esse regime; (2) regimes macroeconômicos de acumulação, de base pós-keynesianas e marxistas, que entendem ter havido uma mudança no paradigma de acumulação levando à instabilidade do sistema econômico e a uma distribuição funcional de renda; (3) financeirização do cotidiano e cultura, em que há a perspectiva de transformação do sujeito e de sua sociabilidade por meio das finanças; (4) geografia da financeirização, trazendo a financeirização como aspecto localizado e suas repercussões sobre a vida urbana e a habitação; (5) financeirização das *commodities*, da estrutura agrária e do desenvolvimento desses setores, que alerta para a atual dinâmica internacional dos preços de *commodities* determinadas em mercados financeiros responsável por ditar os rumos da organização da atividade rural.

---

[109] "(…) means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies". EPSTEIN, Gerald A. **Introduction: financialization and the world economy**. Disponível em: <https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf>. Acesso em: 5 set. 2018.

[110] GUTTMANNN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2016. Edição do Kindle, p. 96.

[111] FELIPINI, André Rodrigues. PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2007): uma abordagem bibliométrica. **Economia e sociedade**. Campinas. No prelo.

Detendo-se ao que podemos considerar como abordagens macroeconômicas da financeirização, Lapavitsas também faz um recorte teórico sobre o tema na introdução do seu texto "Theoring financialization", afirmando, desse modo, a inexistência de um consenso sobre o conceito.[112]

De acordo com o autor, no campo marxista, há a corrente da revista *Monthly View* (Sweezy e Magdoff) que indica o surgimento da financeirização como um problema de excedente gerado pelos monopólios incapaz de ser absorvido pela produção nas economias capitalistas maduras, ocasionando a estagnação produtiva e fazendo com que os capitais em excesso buscassem refúgio na esfera da circulação, focando na atividade especulativa das finanças.

Os pós-keynesianos, por outro lado, concentram-se no impacto do financiamento sobre o setor produtivo, pois o atual fraco desempenho dos países que embarcaram no movimento da mundialização financeira nesse setor teria como causa a expansão descomedida do setor financeiro e o ressurgimento de uma classe de rentistas. Para restabelecer o papel das finanças, seria necessária a intervenção estatal para regular a liquidez dos bancos e o direcionamento do crédito, entre outros. Essa concepção acaba guardando uma afinidade com a concepção marxista, tendo em vista que também traz à tona o fortalecimento da classe dos rentistas, que buscam a valorização do dinheiro fora do circuito produtivo e sua consequente interferência no processo de acumulação produtiva.

Por fim, existiriam duas outras abordagens marxistas conectadas à sociologia econômica. A concepção de Giovanni Arrighi leva a financeirização para a teoria cíclica da economia mundial. A financeirização seria uma tentativa de retomada da hegemonia produtiva e comercial de alguns países centrais, que passariam a exercer o papel de credores de países propensos a abalar a estrutura de comando do sistema mundial. Lapavitsas critica essa concepção por não corresponder à realidade observada nas relações financeiras entre os países, principalmente quando se tem em conta que os Estados Unidos se tornaram os principais devedores mundiais e que esses fluxos de capitais surgiram das interações entre os Estados e não se referem ao capital produtivo.

A segunda abordagem marxista tem como berço a Escola da Regulação. Com a desintegração do fordismo, a escola passou a enxergar a força do sistema financeiro como

[112] LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, 25(4), p. 611–626, Londres, 2011.

indicativa de um novo modo de regulação, caracterizando-se pela centralidade dos mercados financeiros e pela atuação empresarial em torno da maximização do valor do acionista.

Diante das várias vertentes que explicam a financeirização, inclusive no campo de estudo de base marxista, o presente trabalho privilegiará o arcabouço teórico da escola da regulação, tendo-se como paradigma principal os trabalhos de François Chesnais, que traz uma contribuição fundamental para a teoria da dominância financeira ao estudar de perto a categoria do capital monetário e sua relação com o capital industrial, e também as conclusões de Lapavitsas, que ao nosso ver, em conjunto com a obra de Chesnais, enquadram-se mais adequadamente aos fins propostos por esse trabalho. A opção pelos autores não implica, evidentemente, o abandono das contribuições de outros estudiosos que tanto influíram para o aprimoramento do estudo da financeirização e que possuem uma linha de raciocínio similar às abordagens mencionadas.

I.6. Autonomização e dominação financeira

O estudo de François Chesnais tem como premissa a ideia de *autonomização* da esfera financeira com relação à esfera produtiva. Assim, haveria, na era pós-fordista, uma tendência das economias capitalistas maduras de dissociação entre a acumulação financeira e a produtiva, com a *dominação* da finança sobre a produção.[113]

Chesnais busca demonstrar que há algo ainda mais danoso do que o excesso da relação entre capital monetário e capital industrial numa conformação orgânica sob o império do primeiro. A autonomia do capital monetário e a dominação da lógica financeira sobre a produção com vistas à acumulação financeira revela uma característica predominante no capitalismo contemporâneo em que o Estado não mais consegue responder às diferentes formas de contradição.

O economista francês desenvolveu, a partir dos conceitos de Karl Marx, a tese de que o estágio atual do capitalismo, a partir de meados dos anos 1960, nos Estados

[113] Para Chesnais, acumulação financeira significa: "(...) a centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações – mantendo-os fora da produção de bens e serviços". CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 37.

Unidos[114], e dos anos 1990, em vários outros países do mundo, pode ser considerado como um novo padrão de acumulação capitalista pautado na dominância financeira da valorização.[115,116]

O termo *dominância financeira da valorização* (ou acumulação) reflete um regime de acumulação em que o capital monetário e sua crescente valorização fazem com que a lógica financeira se insira no seio da dinâmica do capital produtivo, gerando um modo de regulação do sistema em que é constituído também um novo papel para as finanças.

É diferente, como bem pontua a professora Leda Paulani, da *dominância da valorização financeira*,[117] que constitui momentos específicos do desenvolvimento do

[114] Também José Carlos de Souza Braga enfatiza o modelo iniciado pelos Estados Unidos, concebido como "financeirização originária": "No plano *nacional*, o padrão de riqueza típico é o institucionalizado nos Estados Unidos, através da concorrência acirrada, nos mercados de creditício e de capitais, interconectados pela securitização, praticada por bancos, corretoras, nas parcerias com investidores institucionais e corporações industriais, administrando um amplo espectro de títulos e moedas conversíveis, numa perspectiva de *gestão de ativos*. Nesse sentido, o espaço nacional, por excelência, onde se verifica, com a participação de capitais mundializados, o novo tipo de interação entre moeda, crédito e patrimônio. Nos Estados Unidos, se cristaliza um sistema monetário e de financiamento, calcado mais nos ativos financeiros do que na moeda e nas reservas bancárias, proeminente na valorização financeira e patrimonial, e desde o qual se põem, pelo banco central americano, as condições para que o dólar seja o dinheiro da financeirização global. Esse é o paradigma que o país hegemônico vem condicionando ao mundo e que, aliado a pressões internas a outras economias, tem-se imposto, em maior ou menor medida, no processo de liberalização financeira e desregulamentação mundial". BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís (org). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 198.

[115] De modo contrário é o pensamento de Giovanni Arrighi, que considera o período como um fenômeno recorrente na história mundial, na linha dos ciclos de longa duração de Braudel: "Nesse esquema, o capital financeiro não é uma etapa especial do capitalismo mundial, muito menos seu estágio mais recente e avançado. Ao contrário, é um fenômeno recorrente, que marcou a era capitalista desde os primórdios, na Europa do fim da Idade Média e início da era moderna. Ao longo de toda a era capitalista, as expansões financeiras assinalaram a transição de um regime de acumulação em escala mundial para outro. Elas são aspectos integrantes da destruição recorrente de 'antigos' regimes e da criação simultânea de novos". ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo. Rio de Janeiro: Editora UNESP, 1996, p. ix-x.

[116] Chesnais esclarece, em uma de suas publicações, que o termo "regime de acumulação da dominância financeira" não possui o mesmo significado do que aquele empregado por alguns autores clássicos da escola da regulação, como é o caso de Boyer e Aglietta. Para Chesnais, o autor que mais se aproxima do conceito por ele defendido, de abordagem marxista, é Claude Serfati. O estranhamento com relação ao termo se dá em razão de um suposto mau uso da expressão "acumulação" quando o autor quer se referir a um contexto em que as finanças são predominantes, algo inviável num sistema pautado na centralidade do trabalho. Chesnais explica que a configuração de uma acumulação dominada pelo capital monetário vem do próprio Marx. CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, 2002, p. 5-6.

[117] Vale conferir o excelente trabalho do professor José Carlos de Souza Braga, que demonstra como a dominância financeira, antes manifestada nos momentos de crise, é centralizada ao processo e passa a ser elemento estratégico da expansão monopolista. BRAGA, José Carlos de Souza. **Temporalidade da riqueza**: uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista. Tese (Doutorado): Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1985.

capitalismo em que a lógica financeira se sobrepõe à produtiva, porém de forma insustentável a longo prazo.[118]

Chesnais parte de conceitos da escola francesa de regulação, que concebe o estudo do sistema capitalista a partir da apreciação do fundamento dos termos médios do capitalismo. Como um sistema que possui fases distintas em toda a sua história e desenvolvimento, é preciso examinar essas fases, cada uma na sua singularidade, para assim desvendar os problemas específicos e médios. Não é objetivo da escola da regulação, no entanto, estudar a microeconomia como o fazem os neoliberais ao avaliar as miudezas dos conceitos econômicos.[119]

O método de análise da escola da regulação propõe a diferenciação entre duas categorias de abrangência: o regime de acumulação e o modo de regulação.

O regime de acumulação tem como premissa a concepção de acumulação considerando as dinâmicas de cada fase do capitalismo – o conjunto das características econômicas e sociais de cada momento histórico. Já o modo de regulação consiste nas formas de articulações entre o econômico, o político e o social – o conjunto de procedimentos e comportamentos que reproduzem o processo de acumulação e conduzem o regime de acumulação.[120] Tais categorias "não são ferramentas que trabalham com objetos sociais distintos, mas ênfases em determinadas relações constituídas nesses mesmos objetos sociais".[121,122]

---

[118] PAULANI, Leda. **Brasil Delivery**: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008, p. 46.

[119] Para Robert Boyer, um dos principais teóricos da escola, "[a]inda que a maior parte das teorias econômicas dão pouco ou nenhum espaço à noção de crise, a particularidade da teoria da regulação é examinar simultaneamente as propriedades de um modo de regulação e os fatores endógenos de sua desestabilização. Ademais, as crises apresentam pelo menos cinco aspectos que é importante distinguir. É possível explicitar um pequeno número de mecanismos que dão origem às crises dos modos de regulação ou dos regimes de acumulação. Trata-se de examinar a viabilidade de alguns regimes contemporâneos emergentes". BOYER, Robert. (2004). **Teoria da regulação**: os fundamentos. São Paulo: Estação Liberdade, 2010, p. 24.

[120] HIRSCH, Joachim. **Teoria materialista do Estado**. Rio de Janeiro: Revan, 2010, p. 106-107.

[121] MASCARO, Alysson Leandro. **Estado e forma política**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 113.

[122] Sobre as categorias, Leda Paulani: "O regime de acumulação envolve cinco regularidades sociais e econômicas, quais sejam, a forma de organização da produção e a relação dos trabalhadores com os meios de produção, o horizonte temporal da valorização do capital a partir do qual são definidos os princípios de gestão, a composição da demanda social, o padrão distributivo relacionado à reprodução dinâmica das diversas classes e grupos sociais, e a articulação com formas não capitalistas (quando elas ocupam um lugar determinante na formação econômica em questão). Já o modo de regulação constitui-se de um conjunto de cinco formas institucionais: a relação de trabalho (a forma da divisão técnica do trabalho; o tipo de vínculo dos trabalhadores às empresas; os determinantes da renda dos trabalhadores; o modo de vida do trabalhador), a relação concorrencial intercapitalista (qual é a lógica que preside a concorrência entre os capitais, que tipo de concorrência predomina), o regime monetário e financeiro (que tipo de moeda predomina; como se estruturam os pagamentos internacionais; qual é o papel das finanças), a forma de organização do Estado (quais são os objetivos que presidem sua organização e forma de intervenção) e o regime internacional (que tipo de postura

Assim, as fases da reprodução social capitalista são caracterizadas por distintos modos de extração do mais-valor e obtenção do lucro. A estabilidade desse padrão compreende as articulações entre classes capitalistas e trabalhadoras. As relações sociais apresentadas nas fases do capitalismo envolvem as interligações entre salário e produção, tecnologia e mercado internacional, taxa de lucro e propriedade, dentre as variáveis que podem orientar a dinâmica econômica.

É nesse sentido que Chesnais enxerga, na dinâmica atual do capitalismo, a dominação financeira como um novo *regime de acumulação*. No entanto, em que pese a ênfase sobre o papel dominante das finanças na condução das relações de produção, o autor reconhece as limitações de considerar a dominância financeira como um novo regime de acumulação ao constatar que ainda não é possível aferir se, de fato, há um novo regime na acepção real do termo:

> Ao examinar essas formulações teóricas, bem como o curso da história econômica e social da última década, confirma-se que a forma de capital que se valoriza sob a forma de aplicação financeira e que provém da repartição do lucro das empresas apresenta-se como a fração dominante do capital, aquela que tem condição de comandar as formas e o ritmo da acumulação. O advento dessa forma de capital fez-se acompanhar da formação de configurações sistêmicas novas e de encadeamentos macroeconômicos e macrossociais inéditos, no âmago dos quais estão os mercados financeiros e um novo corpo de acionistas. Tal constatação não permite afirmar, no entanto, que se tenha chegado a algum regime de acumulação no pleno sentido da palavra, vale dizer, instituições e relações sociais com capacidade de conter os conflitos e as contradições inerentes ao capitalismo durante um certo período.[123]

A incerteza sobre o conceito de dominância financeira como regime de acumulação é resultado da ideia de que, a princípio, apenas os Estados Unidos teriam de forma consistente se enquadrado na hipótese de uma economia financeirizada, o que não exclui, de forma alguma, a certeza sobre uma inserção também dominada pelas finanças em países centrais e periféricos que se submeteram ao processo de mundialização ou que vêm transformando suas economias rumo a esse sentido. Importa dizer que, dada a temporalidade com que os países se inserem na dinâmica capitalista mundial, ainda é cedo para confirmar com a devida solidez a consideração da dominância financeira como um *regime de*

predomina nas relações econômicas entre as diversas economias nacionais). Quando articuladas, essas cinco formas institucionais definem um binômio RA/MR que determina a forma específica que assume a acumulação de capital em cada momento histórico". PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos avançados**. vol. 23. n. 66. São Paulo, 2009, p. 25-26.

[123] CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), 2002, p. 2.

acumulação mesmo sabendo que os países inseridos no circuito financeiro tenham incorporado alguns aspectos referentes à lógica financeira de acumulação.

Como mencionado no início da Parte I deste trabalho, no livro III d'O Capital, ao desenvolver os conceitos de capital portador de juros e capital fictício, Marx considerava a autonomização do capital monetário frente ao capital produtivo como possibilidade lógica do avanço do capitalismo. O dinheiro teria como fim o próprio dinheiro, inserindo-se na circulação não como valor de uso, mas como valor.

Chesnais, interpretando os estudos de Marx, afirma que o capital portador de juros possui atributos que o fazem um "'valor em processo', uma força impessoal voltada exclusivamente para sua autovalorização e autorreprodução".[124]

Nesse ponto, o dinheiro surge autonomizado, não mais apenas como meio de pagamento ou capital, mas prescinde do processo de produção e da mercadoria como intermediária do processo – o dinheiro é a própria mercadoria. O capital fictício, por outro lado, já se desvincula desde o princípio do capital produtivo e sua valorização não tem correspondência com a valorização real.

Assim, de acordo com Chesnais, no decorrer da história, a possibilidade lógica prevista por Marx passou a efetivar-se no plano da realidade quando o capital portador de juros e o capital fictício começaram a se institucionalizar, por volta da década de 1980, no momento em que as nações centrais iniciaram um movimento mundial no sentido da desregulamentação e desbloqueio dos mercados financeiros em busca da alocação e maximização dos seus rendimentos. Esse processo de mundialização, como será visto mais adiante, foi resultado da autonomização do capital monetário observada inicialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra.

A partir desse momento, o capital portador de juros e o capital fictício se consolidaram nas relações sociais e passaram a ter, além da lógica autonômica prevista por Marx, uma relação de dominância frente ao capital industrial.[125] A diferença, no teorema

---

[124] CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, Suzanne de (et. al.). **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010, p. 98.

[125] "O próprio Marx diz que a autonomia da esfera financeira é ilusória, pois o capital portador de juros se alimenta, tal como o capital comercial, da criação de valor que só é realizada na reprodução real do capital, na esfera produtiva. A esfera financeira só pode ser, portanto, consumidora de excedente, e não produtora, ainda que ela possa ser considerada, tal como o capital comercial, como 'indiretamente produtiva', já que o crédito impulsiona a acumulação. É necessário, portanto, que haja um processo produtivo do qual a esfera financeira se alimente". TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 59.

geral proposto por Marx, seria a de que o descolamento entre as esferas financeiras e produtivas passaram a se constituir como regra e não exceção decorrente de processos de sobreacumulação e diminuição da taxa de lucro geradores de crise especulativas, como já havia sido observado em outras ocasiões.[126]

Em complemento, assinala José Carlos de Sousa Braga:

> Trata-se de um padrão *sistêmico* porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores – o capital bancário, os rentistas tradicionais – mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, modificando a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado.
> Embora os fenômenos em curso assemelhem-se às expansões financeiras que já ocorreram na história do capitalismo, apegar-se à abordagem de que se trata de uma mera repetição do "velho" capital financeiro, é algo teoricamente incorreto já que o passado não determina em *termos absolutos* nem o presente, nem o futuro. (...). Ele não se restringe, por exemplo, às definições clássicas, com o que se deve, a partir delas, aprofundar a análise de como corporações, bancos, empresas financeiras e até mesmo, indiretamente, os bancos centrais, ao monetizarem a riqueza fictícia, "atualizam" o conceito de capital financeiro, suas práticas e seus impactos na economia.[127]

Nessa nova configuração, as finanças estariam a determinar os rumos do capital industrial, definindo a própria natureza da acumulação, fazendo incidir seu domínio, portanto, na lógica produtiva. Segundo o autor, "[v]oltada inteiramente em direção à apropriação sob todas as formas, a finança desconhece constantemente a realidade da economia real. Ela é 'insaciável' por natureza".[128]

I.6.1. Capital produtivo e dominância financeira

[126] É importante a observação feita por Rodrigo Teixeira de que Marx considerava o descolamento da esfera financeira da produtiva, ou seja, o movimento de autonomização, como episódios específicos de euforia da acumulação produtiva que, ao arrefecer, geraria bolhas especulativas e crises financeiras. Assim, esses episódios se caracterizariam "apenas como forma de manifestação da crise no processo de reprodução do capital produtivo". Para o autor, Marx não teria identificado, em seus escritos, a possibilidade de autonomização duradoura. TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 58.

[127] BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís (org). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 197.

[128] CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, Suzanne de (et. al.). **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010, p. 100.

Chesnais traz como principal exemplo dessa transformação o poder contraído pelos fundos de pensão nos Estados Unidos a partir da década de 1960. Para Lapavitsas, o afastamento do Estado das atividades relacionadas à assistência social, em especial a gerência sobre a previdência, forçou os trabalhadores a planejarem suas aposentadorias por meio de investimentos privados. O amplo volume de capitais absorvidos trouxe a necessidade de valorização dessa imensa massa de capital ocioso. Além da mudança no regime de previdência, outro fator decisivo foi a desregulamentação das taxas de juros que incentivou a alocação da poupança em opções mais rentáveis e externas ao sistema bancário, sendo os fundos os principais receptores dessa transferência de riqueza.[129]

Os fundos viram no mercado de ações e de títulos a oportunidade para evitar perdas e valorizar seus rendimentos. Passaram, então, a comprar lotes de ações de empresas e a controlá-las de acordo com os objetivos voltados exclusivamente à valorização dos títulos, pois necessários à capitalização dos rendimentos das aposentadorias.[130]

Diferente do que acontecia com a distribuição das ações dispersas ao domínio de variados proprietários, o poder passou a se concentrar nas mãos de poucos. Com o tempo, o antigo *manager*, que gerenciava os investimentos da empresa para fins de incremento produtivo, passou a interagir com os gestores financeiros desses fundos e incorporar a lógica financeira aos objetivos de investimento da empresa. Antes tida como exceção, maximizar os rendimentos do acionista passou a ser regra. A lógica de longo prazo dos capitalistas produtivos é substituída pela lógica curto prazista dos acionistas.[131]

---

[129] LAPAVITSAS, Costas. **Financialised Capitalism**: Direct Exploitation and Periodic Bubbles. Department of Economics School of Oriental and African Studies – University of London. p. 27-28. Disponível em: http://www.leftlibrary.com/lapavitsas1.pdf. Acesso em: 26 out. 2018.

[130] A concentração do capital nas mãos de fundos traz para a sociedade anônima uma concepção puramente financeira da empresa, fazendo dela "uma coleção de ativos divisíveis e líquidos, suscetíveis de serem vendidos ou comprados conforme as ocasiões de rendimento financeiro". Os dividendos se tornam a forma primordial de apropriação de mais-valia e a bolsa de valores passa a ser o espaço em que se dá a valorização da empresa. CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, Suzanne de (et. al.). **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010, p. 159.

[131] Para Chesnais, a propriedade patrimonial cria *direito a rendas*, e sua finalidade "não é nem consumo nem a criação de riquezas que aumentem a capacidade de produção, mas o 'rendimento'". Assim é que esse tipo de propriedade "se faz acompanhar de diferentes estratégias de investimento financeiro": "Estamos diante de uma lógica econômica em que o dinheiro entesourado adquire, em virtude de mecanismos do mercado secundário de títulos e da liquidez, a propriedade 'miraculosa' de 'gerar filhotes'. O 'capitalismo patrimonial' é aquele em que o entesouramento estéril, representado pelo "pé-de-meia", cede lugar ao mercado financeiro dotado da capacidade mágica de transformar um dinheiro em um valor que 'produz'". CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 50.

Assim, os fundos tornaram-se instrumentos de "reestruturação das empresas segundo uma lógica mais financeira que industrial"[132] e motores reprodutivos dessa lógica.

Para Guttmann, também sob o prisma da inserção da empresa, a lógica financeira se apresenta como dominante quando, a partir da estagnação industrial e diminuição de lucros, a primeira opção da empresa é o investimento em ativos financeiros. Além disso, o crescimento dos processos de fusão e aquisição são indicativos de que a grande empresa encontrou uma forma mais rápida e rentável do que a inovação tecnológica ou aquisição de capacidade adicional de produção, tornando-se, ao fim, investidora financeira em grande escala.[133]

Por conseguinte, as exigências feitas pelos acionistas, exteriores à produção e que buscam a maximização do valor das ações independentemente das condições sobre as quais se operam o processo produtivo, deprimem a condição do trabalhador com medidas como a flexibilização das legislações trabalhistas, precarizações e terceirizações, trabalho temporário e em tempo parcial. Sob o aspecto da consciência da classe trabalhadora, a aproximação com o mercado financeiro, por meio de fundos de pensão e investimentos em títulos de renda fixa e variável, introduz o sentimento de pertencimento à classe capitalista, desmobilizando sua organização no que se refere ao reconhecimento entre pares e luta por direitos.

O surgimento de outras modalidades de fundos de investimento decorrentes da influência dos fundos de pensão no mercado de capitais, agregadores de recursos de trabalhadores, capitalistas e investidores, fez dessa fração do sistema financeiro a principal fonte de recursos das empresas e levou ao aprofundamento do mercado secundário de títulos, cuja atividade é tipicamente especulativa.[134]

Desse modo, a centralização do capital, representada pelo crescimento dos fundos como investidores institucionais e o processo de fusões e aquisições comandados por

---

[132] SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015.

[133] GUTTMANN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan US, 2016. Edição do Kindle, p. 69.

[134] "[E]nquanto a emissão inicial de um conjunto de ações ou títulos é um meio de levantar fundos que podem (ou não) ser utilizados para um investimento de capital produtivo, os mercados secundários desses valores mobiliários não estão de forma alguma contribuindo diretamente para o investimento produtivo. Em vez disso, as pessoas nesses mercados (como o mercado de ações) estão comprando e vendendo reivindicações sobre um favor futuro criado por uma atividade produtiva futura. Não estão transferindo recursos para aquela atividade produtiva; estão reivindicando futuros royalties dela". GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 33.

eles e a consequente "maneira pela qual a finança conseguiu alojar a 'exterioridade da produção' no próprio cerne dos grupos industriais" são considerados por Chesnais como importantes resultados da restauração do poder das finanças frente ao capital produtivo.[135]

I.6.2. Capital monetário e dominância financeira

Além do distanciamento da empresa dos fins produtivos ao longo dos anos 1970 e 1980 com a introdução da lógica rentista no processo de tomada de decisões e alocação de investimento, também o sistema financeiro, e aí incluímos os bancos e o mercado de capitais, incorporaram um novo papel.

O mercado de capitais passou a ser um balcão de valorização de ações e especulação sobre títulos dos mais variados, tornando-se menos instrumento para captação de recurso para investimento produtivo e mais instrumento para valorizar o dinheiro; enquanto os bancos, no lugar de se apropriarem do excedente do capitalista, buscaram os rendimentos do trabalhador como fonte de renda, além de se incorporarem às benesses das operações do mercado de capitais e ampliarem suas funções para intermediação entre esse mercado e as empresas.

Lapavitsas chama a atenção para esse aspecto essencial da mudança na configuração da atividade bancária[136] que consiste na financeirização da renda dos trabalhadores. O aumento do endividamento e expansão dos ativos financeiros à disposição dessa classe veio acompanhado do recuo dos governos quanto aos serviços de assistência social.[137] Foram distribuídos empréstimos, hipotecas, seguros, títulos de renda fixa, planos

---

[135] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 53.

[136] Robert Guttmann segue por um caminho similar. O autor dá atenção específica à centralização e concentração financeira. O primeiro seria um processo pelo qual tanto as pessoas como as famílias teriam passado a acumular muito mais estoques de ativos e passivos financeiros, tendo como principais exemplos a constituição de um mercado de fundos, a modificação do sistema de aposentadoria, reformas fiscais que induziram as pessoas ao investimento em fundos e a maximização do valor do acionista. A concentração estaria ligada ao tamanho alcançado pelas finanças e as profundas transformações do seu funcionamento como sistema. Os traços que compõem essa configuração estariam ligados à substituição dos depósitos bancários por depósitos em fundos, substituição de empréstimos por títulos securitizados como principal canal de crédito, a ascensão de um sistema bancário paralelo como uma rede de financiamento sem regulamentação ("shadow bank system"), além do aumento expressivo dos rendimentos por parte das instituições financeiras. GUTTMANN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan US, 2016. Edição do Kindle, p. 95-105

[137] Cabe aqui uma breve reflexão proposta por David Harvey: "Sobrecarregar com dívidas populações vulneráveis e marginalizadas é, em suma, uma maneira de disciplinar os mutuários para que se tornem trabalhadores produtivos ('produtivo' definido aqui como tudo o que produz valor passível de ser apropriado pelo capital na forma de taxas de juros exorbitantes). Mais perto de nós, as liberdades futuras de estudantes ou

de aposentadoria, e toda uma gama de produtos destinados à classe trabalhadora que maximizaram os rendimentos dos bancos, mas sem a contrapartida do aumento da renda real dos trabalhadores e de suas condições de vida. A extração de renda dos trabalhadores no lugar da extração da renda pela mais-valia, redirecionando-as para o mercado de capitais, foi uma alternativa bastante rentável para os bancos, afastando-os, em contrapartida, cada vez mais da atividade produtiva.[138]

Ainda no âmbito das modificações observadas no setor financeiro, a securitização das dívidas e a predominância do banco múltiplo também são tidas como aspectos importantes da financeirização.

A tecnologia que levou os bancos a transformarem as dívidas de empréstimo em títulos negociáveis no mercado financeiro, transferindo o risco de crédito para terceiros e substituindo os empréstimos indiretos, tornou-se um poderoso instrumento de especulação comandado pelos bancos e fundos de investimento. Os títulos de dívidas do Estado securitizados tornaram-se as aplicações mais seguras e rentáveis para o mercado financeiro. O Estado passa a condicionar o orçamento público e sua política monetária e financeira para dar conta, em primeiro lugar, do pagamento aos seus credores, diminuindo os gastos públicos e aumentando a arrecadação para adimplir obrigações que ninguém sabe por quê vieram, mas todos sabem para onde vão.

O banco múltiplo[139], organização bancária que reúne num só corpo o banco comercial, o banco de investimento, e mais uma série de serviços financeiros, sob a égide de uma instituição financeira líder, realiza "empréstimos, transforma esses empréstimos em títulos, anexa contratos de derivativos a esses títulos e negocia esses dois".[140] Desse modo,

---

proprietários que tomaram empréstimos para pagar seus estudos ou comprar uma casa própria estão seriamente comprometidas. Não é por acaso que essa forma de obter produção de valor surgiu num momento em que o capital enfrenta cada vez mais dificuldades para organizar a produção de valor segundo os meios convencionais". HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018, p. 88.

138 LAPAVITSAS, Costas. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. **Historical Materialism** 17 (2009), p. 114–148. Leiden: Koninklijke Brill NV, 2009, p. 126-135.

139 A organização anterior do sistema financeiro era, via de regra, centrada na compartimentalização das instituições financeiras, organizadas de acordo com o direcionamento específico da atividade a que propunham, como era o caso dos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, financeiras, bancos de poupança etc. De acordo com Chesnais, a "descompartimentalização interna abriu caminho para uma (des)especialização progressiva dos bancos em nome da concorrência e da liberdade de empreendimento". CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 46.

140 GUTTMANN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan US, 2016. Edição do Kindle, p. 91.

aliado ao poder de criar moeda, o banco múltiplo se tornou uma máquina de gerar riqueza e contraiu uma enorme força política sem que para isso precisasse interagir com a esfera da produção.

Por meio da securitização, os bancos modificaram suas atividades para a intervenção direta no mercado de capitais e à mediação das operações entre a indústria e esse mercado. Por terem informações privilegiadas dos balanços das empresas e do movimento dos mercados, os bancos sempre tiveram uma maior propensão a avaliar os riscos de investimentos e operações, o que potencializa a confiabilidade de suas operações.[141]

Ainda de acordo com Guttmann, a interferência dos bancos no mercado financeiro e a nova roupagem dessas instituições, agora marcadamente contaminadas pela especulação, seja direta ou indiretamente, contribuiu para a perpetuação e propagação da dominância financeira.[142]

Os bancos desaceleraram o financiamento da economia e deixaram de representar o papel de "motor de crescimento", passando a extrair renda diretamente do trabalhador com o aumento da oferta de produtos relacionados ao crédito, previdência privada e investimentos e do Estado, por meio dos ganhos decorrentes dos títulos da dívida pública.[143]

I.6.3. Estado, luta de classes e dominação financeira

A comunhão de objetivos rumo à acumulação financeira faz nascer uma classe poderosíssima, um bloco de poder praticamente indestrutível que, resgatando os dizeres de Poulantzas, é "composto de várias frações de classe burguesa (pois a burguesia é dividida em frações de classe)"[144]. É uma união difícil de ser combatida, porque sua lógica está massivamente cristalizada na sociedade e dispersa nas mais diversas formas do capital. Questiona-se, nesse sentido, qual a classe que se insurgiria contra os financistas, se até os trabalhadores estão se tornando feito tais.

---

[141] LAPAVITSAS, Costas. **Financialised Capitalism**: Direct Exploitation and Periodic Bubbles. Department of Economics School of Oriental and African Studies - University of London, p. 21-23. Disponível em: http://www.leftlibrary.com/lapavitsas1.pdf. Acesso em: 26 out. 2018.

[142] GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 102-106.

[143] PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 169.

[144] POULANTZAS, Nico. **O Estado, o poder, o socialismo.** Rio de Janeiro: Edições Graal, 1980, p. 145.

A ascensão dos financistas é também salientada por David Harvey, ao entender que a fragmentação e a descentralização do sistema financeiro contemporâneo resultam numa "ambiguidade em relação ao local onde o poder monetário realmente reside".[145]

Aqui, cabe resgatar o alerta de Hobson sobre o nascimento de uma classe de *financistas* que não apenas reúne aqueles que se beneficiam diretamente – e naturalmente – do rentismo e especulação (instituições financeiras *stricto sensu*), mas aqueles que passam a usufruir das benesses da renda-propriedade (grandes empresas, especuladores, investidores etc.).

O atual estágio do capitalismo enfraquece a luta de classes, pois faz dissipar a consciência de classe do trabalhador. Inserido na lógica financeira por meio da bancarização, facilidade de obtenção de crédito, possibilidades de melhor alocar sua poupança, promessas de rendimentos previdenciários exorbitantes, o trabalhador aumenta seu poder de compra e a esperança de continuidade sobre ele sem que, contudo, seja aumentada a renda real.

Nas entrelinhas, os financistas retiram direitos e precarizam o trabalho sorrateiramente, por medidas disfarçadas sob o manto da diminuição dos custos operacionais e que teriam o condão de diminuir as taxas de desemprego, além de dar uma suposta autonomia ao trabalhador como contratado. O Estado e seu aparato regulatório seria um empecilho para a liberdade do trabalhador, pois culpado pelo alto custo da produção e do consequente desemprego.

O enfraquecimento do poder de barganha do trabalhador coloca o Estado a serviço dos interesses financistas pois, em teoria, representativo dos interesses gerais. O Estado, como intermediador dos interesses das classes antagônicas, mas constituído como forma política derivada da mercadoria, contamina-se pela força dos interesses financistas,[146]

---

[145] HARVEY, David. **Os limites do capital.** São Paulo: Boitempo, 2013, p. 413.

[146] Toma-se aqui como base a concepção do Estado que intermedia as relações entre capital e trabalho. Isso não significa dizer que o Estado é um intermediário neutro. No sistema capitalista de produção, adquire forma política derivada da mercadoria. Seu modo de atuação vai depender da conjuntura da luta de classes, sem que isso implique, no entanto, a ruptura com o sistema capitalista de produção – o Estado poderá ceder aos interesses dos trabalhadores, mas nunca a ponto de abalar as estruturas do capitalismo. Por isso, entende-se aqui que há uma autonomia relativa. Relativa pois permanece imbricado à dinâmica do capitalismo e às relações sociais que circundam o sistema, ao mesmo tempo em que é essencial à própria reprodução se situar como terceiro entre a dicotomia capital e trabalho. Sua forma é, portanto, capitalista, e sua atuação não corresponde à vontade direta da burguesia. Para Poulantzas: "O Estado pode preencher essa função de organização e unificação da burguesia e do bloco no poder, na medida em que detém uma *autonomia relativa* em relação a tal ou qual fração e componente desse bloco, em relação a tais ou quais interesses particulares. Autonomia constitutiva do Estado capitalista: remete à materialidade desse Estado em sua separação relativa das relações de produção, e à especificidade das classes e da luta de classes sob o capitalismo que essa separação implica". POULANTZAS, Nico. **O Estado, o poder, o socialismo**. Rio de Janeiro: Edições Graal, 1980, p. 146.

abrindo o caminho para o fortalecimento da acumulação financeira por meio de políticas monetárias e financeiras e criando instrumentos jurídicos aptos a legitimar a atuação dessa classe. Faz o inverso da proposta keynesiana e dá liberdade para o capital monetário se desvencilhar da atividade produtiva, tornando-se um fim em si mesmo.

Não se deve, nesse sentido, considerar que, ante a mundialização do capital, a função do Estado tenha se perdido. Pelo contrário, "o poder do capital *por sobre* os Estados se faz, necessariamente também, passando *pelos* Estados".[147]

Na dominância financeira, o distanciamento entre Estado e economia nada mais é do que mera aparência:

> O neoliberalismo não é uma política dos capitais contra os Estados, é uma política dos capitais passando pelos Estados. Os graus de liberalização são empreendidos por meio de políticas econômicas estatais. O favorecimento aos capitais especulativos em desfavor do planejamento da produção é uma política constante e sistemática dos Estados nacionais, num tenso concerto de movimentação internacional dos capitais. Mesmo a troca da regulação de bem-estar social pela regulação de repressão à criminalidade da pobreza não é uma retirada do Estado do cenário econômico, político, social e cultural da hegemonia, mas, sim, é uma presença massiva da forma política estatal, variando no caso os meios e os horizonte de sua atuação.
> O neoliberalismo não é a abolição da forma política estatal, mas, antes, a sua exponenciação. A mercadoria atinge, no modo de desenvolvimento pós-fordista, instâncias maiores que aquelas nas quais atuava o modelo fordista.[148]

Hilferding, em passagem de sua obra, demonstra como o fortalecimento do Estado é essencial para assegurar a expansão financeira, "[u]m Estado que possa intervir em toda parte do mundo para converter o mundo inteiro em área de investimento para seu capital financeiro".[149]

Em sua dimensão estrutural que corresponde aos gastos e despesas, o Estado também é tomado pela lógica financeira. A securitização da dívida pública, como será apresentado adiante, é um dos principais elementos da financeirização, principalmente quando se tem em conta a inserção dos países periféricos nessa dinâmica.

I.6.4. Estados e dominação financeira: a mundialização financeira

[147] MASCARO, Alysson Leandro. **Estado e forma política**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 107.
[148] Ibid., p. 124.
[149] HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 314.

Os estudos dos partidários da emergência de um novo regime de acumulação, que tem como berço os Estados Unidos do final da década de 1960, concluem que a financeirização não se ateve ao domínio dos mercados internos desse país.

A história mundial é marcada por relações de dependência e subordinação entre as nações e não seria diferente com o regime de acumulação financeirizado sob hegemonia norte-americana. Em busca de novos mercados financeiros e produtivos para se instalar, o capital monetário precisou de um escoamento supranacional para a oferta de seus produtos, criando demandas e intensificando as relações de dependência entre os países centrais e periféricos, há muito amortecidas pelas políticas keynesianas. A esse movimento Chesnais denominou de *mundialização financeira*:

> A expressão "mundialização financeira" designa as estreitas interligações entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, que resultaram das medidas de liberalização e de desregulamentação adotadas em primeiro lugar pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido entre 1979 e 1982, e nos anos que se seguiram pelos principais países industrializados. O desbloqueamento externo e interno dos sistemas nacionais, anteriormente fechados e compartimentados, permitiu a emergência de um espaço financeiro mundial.[150]

Essa inserção se caracteriza por três particularidades: o domínio do sistema financeiro norte-americano sobre os demais, pelo privilégio de ter o dólar como moeda mundial e pela dimensão do seu mercado de capitais; o desenvolvimento desigual dos países e a concorrência entre si, que têm como instrumentos atuais as moedas e as finanças; e a garantia da unidade dos mercados pelos operadores financeiros (a "personificação" dos mercados).[151]

Assim, somando-se aos danos decorrentes de uma acumulação tipicamente financeira, há os danos oriundos – e já inerentes – da relação de dependência e subordinação entre países centrais e periféricos, incorporando um regime de acumulação às suas economias já naturalmente fragilizadas:

> As finanças de mercado, ou finanças sem intermediário, "mundializadas", são ainda mais exclusivas do que as formas de internacionalização que a antecederam. Penalizam de uma forma particularmente severa os países em vias de desenvolvimento no sentido estrito do termo (Pisani-Ferry e Sgard, 1996), uma vez que esses países não têm a sorte de possuir um mercado financeiro

[150] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 10.
[151] Ibid., p. 11.

> "emergente" suscetível de ser integrado, nem empresas capazes de se posicionar nos mercados obrigacionistas ou bolsistas dos países industrializados.[152]

Não cabe ao presente trabalho exaurir todas as modificações emergentes e que qualificariam o novo regime de acumulação. As alterações na estrutura da empresa, assim como as transformações observadas no sistema financeiro, nos Estados e na correlação entre eles, desembocaram na configuração de um sistema que prioriza a extração da renda sobre o patrimônio em detrimento da renda sobre a produção.

O grau de interação entre o capital monetário e o capital industrial voltado para a acumulação financeira consiste na interconexão entre instituições financeiras, mercados e os instrumentos que circundam essa relação. Em que pese muitos traços em comum, como será visto adiante, a inserção da lógica financeira e as interações entre as frações do capital vai depender da conjuntura de cada economia em sua individualidade.[153]

A absorção crescente de riqueza por meio da renda sobre o patrimônio e a disseminação da lógica financeira para todas as frações de classe gera, por consequência, o fortalecimento do poder das finanças, no qual podemos incluir como principais beneficiários os bancos, os acionistas das grandes empresas e os fundos. É uma geração de riqueza que possui uma pequena capacidade de gerar emprego; que gera estagnação produtiva[154]; que realiza uma distribuição funcional e desigual de renda[155], pouco importando para a

---

[152] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 13.

[153] GUTTMANN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan US, 2016. Edição do Kindle, p. 73.

[154] Segundo Chesnais: "As políticas neoliberais não inverteram o sentido da taxa de crescimento mundial. Ao contrário, elas foram contemporâneas do prosseguimento de sua redução. Esta caminhou junto com o aumento das diferenças na taxa de crescimento. A economia capitalista sempre experimentou um desenvolvimento desigual, mas o crescimento do período 1955-1975 foi marcado por uma convergência no plano internacional. Os anos 90 caracterizaram-se pelo retorno a uma configuração de desenvolvimento desigual, com o crescimento situando-se em duas zonas apenas". CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 57.

[155] Fred Magdoff e John Foster, em estudo publicado na *Monthly Review* sobre estagnação e financeirização, expõem os efeitos da financeirização sobre a situação dos trabalhadores: "A desaceleração econômica – ou o que alguns chamaram de "a Grande Estagnação", um termo que remonta aos inícios dos anos 1980s – levou à apropriação de uma fatia muito maior do bolo econômico pelos ricos, restando uma fatia muito menor para os trabalhadores. Isso fica evidente não apenas nas estatísticas de renda e riqueza mas também no aumento da fome, diminuição da saúde, elevação da falta de moradia, de falências e inadimplência de hipotecas, e a perda de residências afetando grandes parcelas da população. Esses são tempos muito difíceis para um grande segmento da classe trabalhadora, especialmente para o grande grupo de desempregados e subempregados no exército de reserva do trabalho. A lenta recuperação de trabalhos perdidos durante recessões está se transformando num problema cada vez maior, levando ao que tem sido chamado de "recuperações sem emprego" (ver Tabela 1). Saindo das recentes recessões, a economia cresce, mas não rápido o bastante o para criar empregos suficientes para todos os que querem e precisam de trabalho. Em cada recuperação demorou-se muito tempo para recuperar os empregos perdidos durante a recessão – fenômeno que se agravou nas últimas

reprodução do capital as condições de trabalho, desde que os acionistas e os bancos estejam bem remunerados.

Para Rodrigo Teixeira:

> o predomínio da forma do capital portador de juros tem efeitos perversos do ponto de vista do crescimento econômico e da distribuição de renda pelo próprio funcionamento da lógica da acumulação rentista, o que explicaria o baixo crescimento mesmo nos países centrais. No que diz respeito ao crescimento, os capitais que poderiam ter aplicação produtiva, em face da alta mobilidade, das altas taxas de juros atuais bem como das possibilidades de ganhos especulativos trazidos pelas inovações financeiras, acabam ficando circunscritos a uma esfera de valorização puramente financeira, onde eles conseguem ao mesmo tempo elevada rentabilidade preservando a máxima liquidez.[156]

Junto à ideologia da maximização do valor da acionista, a atividade de intermediação financeira, ou seja, o papel do sistema financeiro como impulsionador da atividade produtiva, dá lugar a uma atividade em que prepondera o auxílio sobre as escolhas de melhor alocação de capital e expropriação da renda do trabalho.[157]

O paradoxo dessa relação é que, mesmo imbricados em torno de um objetivo comum – a valorização financeira – o capital monetário e o capital industrial fazem autonomizar e dominar a forma do capital monetário, impondo seu regime de acumulação e sua lógica de reprodução em desfavor da lógica própria do capital industrial. A acumulação financeira passa a ser a razão da acumulação produtiva e a própria acumulação financeira, sob o aspecto institucional, volta-se para a valorização fictícia, havendo uma desfuncionalização da primeira em relação à segunda quanto à intermediação financeira.

Nada mais adequado para o momento do que as palavras da professora Leda Paulani:

> a patologia congênita do capitalismo assentada na contradição entre capital e trabalho combina-se agora com as contradições que se originam da centralidade da finança: de um lado, a acumulação é lenta e, de outro, a finança é insaciável no nível de suas punções.[158]

---

três décadas.". FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. Stagnation and Financialization: the nature of the contradiction. **Monthly Review**: an independent socialist magazine, 2014. Disponível em: https://monthlyreview.org/2014/05/01/stagnation-and-financialization/. Acesso em: 14 out. 2018.

[156] TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 64.

[157] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 48-52.

[158] PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados** 23 (66), 2009, p. 27.

A situação difere-se, pois, do capital financeiro observado por Hilferding e Lênin. À época, a união entre os capitais monetário e industrial, mesmo sob a égide do primeiro, tinha o propósito de formar monopólios e potencializar a grande empresa para fazer frente à competição internacional e implantação de multinacionais nos países da periferia. Em que pese o predomínio do capital monetário no comando da grande empresa, ainda havia o predomínio da lógica produtiva no processo de acumulação. Na situação exposta por Hobson, de aliança sobre um interesse comum, também foi enfatizado o crescente poder que estava adquirindo a finança, mas ainda assim ela permanecia ancorada nos rumos da atividade produtiva. A história mostrou que essa união ou foi uma exceção posta em razão de um ciclo econômico específico, ou se aproximou de uma relação mutualista, em que a aliança de capitais se configurou como uma comunhão de negócios.

Os estudos de ambos os autores, para além da contribuição à doutrina sobre o imperialismo, mostram-se verdadeiramente atuais. As características observadas e as mazelas que poderiam se materializar em decorrência do domínio das finanças sobre a acumulação produtiva estão presentes no capitalismo contemporâneo de uma maneira universal.

Sob outro aspecto, a propensão de domínio das finanças e sua desfuncionalização ao sistema produtivo foi uma preocupação evidente nos estudos de Keynes e dos pós-keynesianos, que buscaram evitar esse desequilíbrio por meio da intervenção estatal no sentido de aliar a política industrial, monetária e financeira para os fins do bem-estar social. O modelo keynesiano foi adotado durante décadas pela maioria dos países periféricos e centrais, mas foi atropelado pelo apetite hegemônico dos Estados Unidos e sua classe financista que precisava se desgarrar das regulamentações financeiras de base keynesiana.

Nas palavras de Serfati:

> O lugar do capital-moeda de empréstimo e do crédito é analisado por Marx e por Keynes. Eles referem que nenhum deles deveria sair de uma posição subordinada, que corresponde ao papel de "suporte" encarado pela *Revue d'économie financière*, já que é definitivamente a colocação em movimento da força de trabalho que é fonte de valor. Mas, os anos 80 e 90 e as punções significativas sobre o valor criado indicam que nos encontramos perante uma situação inversa à de "doce eutanásia" do investidor desejada por Keynes. A força de trabalho e o ciclo produtivo são cada vez mais colocados em movimento para satisfazer as exigências do capital portador de juros.[159]

[159] SERFATI, Claude. O papel ativo dos grupos de dominante industrial na financeirização da economia. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 230.

I.7. O contexto histórico-econômico mundial da financeirização e a inserção da América Latina

Como mencionado no tópico anterior, o processo de financeirização não se resume a uma mudança nas relações econômicas e sociais de um só país, nem deve ser concebido como um novo regime de acumulação característico exclusivamente do sistema capitalista estadunidense ou de países centrais com sistemas financeiros profundos e desenvolvidos. A autonomia das finanças e a perpetuação da lógica financeira sobre o setor produtivo, assim como toda a institucionalidade correlata, não teria a importância que possui se não tivesse se alastrado através das fronteiras globais e provocado uma nova fase de dependência entre os países centrais e periféricos.

A insaciabilidade do capital monetário, como prevista por Marx, Hobson, Hilferding e Lênin, ao se deparar com as limitações dos seus mercados centrais de origem, partiu para desbravar os anêmicos centros financeiros de formação ainda incipientes. Seria preciso, afinal, preparar os terrenos ainda não dominados financeiramente para proporcionar a esses países as facilidades da nova concepção de mundo que desemboca na rápida multiplicação do dinheiro.

A propaganda estava posta: quem precisa de indústrias produtivas e inovadoras se existe um mercado paralelo que, caso potencializado, obtém-se ainda mais dinheiro do que aquele obtido na esfera real de valorização? Se o fim da produção capitalista é o dinheiro e existe uma possibilidade de se obter o dinheiro sem que para isso seja necessário o gasto com incremento de produtividade ou com a manutenção digna da vida do trabalhador para proporcionar a sua reprodução, por que não sucumbir às finanças?

Nada muito diferente do que aconteceu ao longo da história das relações entre países centrais e periféricos, ancoradas no genocídio dos povos originários, na exploração extrativista, na industrialização subordinada e, agora, na expropriação e imposição da lógica financeira. A aliança entre as classes capitalistas e o Estado nos países centrais impôs, com o eventual apoio da burguesia e governos dos países receptores fragilizados, mais uma vez a dinâmica de sua lógica reprodutiva.

O fundamento da dependência não difere, nesse sentido, da lógica rentista e especulativa: há sempre o enriquecimento de um às custas do empobrecimento de outro.

Novamente, o explosivo alcance da autonomia e domínio do capital monetário observado nos países centrais mais desenvolvidos não seria possível sem a liberalização e desregulamentação dos mercados das economias antes excluídas dos circuitos de valorização financeira. A compreensão sobre o processo de financeirização na América Latina e no Brasil, portanto, não pode deixar de lado a forma como se dá a relação de subordinação e dependência entre os países centrais e periféricos no sistema mundo.

Analisar concretamente o desenvolvimento econômico de cada região e sua integração com a lógica do sistema capitalista mundial é conceber o capitalismo como um modo de produção que, apesar de reproduzir-se sobre a mesma base de exploração da força de trabalho, possui suas variáveis e adequações conforme o grau de desenvolvimento das forças produtivas.

Não é diferente, pois, quando se fala em financeirização: a forma como se dá a inserção dos países no circuito da valorização financeira vai depender da conjuntura econômica dos períodos, assim como das escolhas dos governantes sobre um maior ou menor grau de inserção no movimento de mundialização.

É preciso, além disso, conceber que o nível de diferenciação e especialização dos sistemas financeiros no mundo possui bases, muitas vezes, completamente distintas, o que enseja uma análise mais detida quando se trata de examinar os efeitos da mundialização sobre esses países. José Carlos de Souza Braga ao falar da relação entre tempo lógico e tempo histórico em que as transformações acontecem, bem assinala a diferença entre o desenvolvimento interno aos países:

> Evidentemente, é necessário qualificar os modos pelos quais isso acontece. Há diferenciações não só de "timing" como de características, de país para país. Por várias razões, até mesmo porque não é possível pensar essas mudanças estruturais somente através do tempo lógico; o tempo lógico tem de ser qualificado pelo tempo histórico, diferenciado pelos países. (...). É por isso que, enquanto os Estados Unidos avançavam inovações na concorrência financeira, baseados na pretérita dominação industrial e comercial, Japão e Alemanha empenhavam-se nas concorrências industrial e comercial, passando apenas recentemente, para o bem e para o mal, às incursões típicas da financeirização, que se têm imposto como modalidade geral da luta intercapitalista.[160]

Ruy Mauro Marini e alguns adeptos da teoria marxista da dependência estudaram os problemas do continente latino-americano em uma perspectiva de sua adequação ao capitalismo como sistema mundial. Contribuíram para desvelar, em suas

[160] BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. **Economia e Sociedade**, v. 2, n. 1, p. 25-57, fev. 2016, p. 36.

obras, as leis próprias do capitalismo periférico numa interpretação baseada no marxismo para compreender as causas da situação econômica e social dos países que ocupavam a periferia do sistema capitalista mundial.[161]

Para Marini, a superexploração do trabalho é a forma de extração de mais-valia que domina as relações de produção na América Latina.[162] Por isso o autor considerava que a industrialização, por si só, não deveria ser considerada como a solução para o problema das nações dependentes. O processo industrial pleno e o protecionismo estatal não seriam capazes de gerar transformação daquilo que ele considerava como força propulsora da dependência e do subdesenvolvimentismo, a superexploração.[163]

A teoria da dependência, sob a ótica de Ruy Mauro Marini, parte da premissa de que a dependência e o subdesenvolvimento não devem ser encarados como etapas preliminares ao alcance do pleno desenvolvimento das forças produtivas. A periferia do sistema mundial capitalista não é capaz de repetir a história dos países centrais.[164]

Isso não quer dizer, no entanto, que os estudiosos da teoria marxista da dependência entendam que as nações periféricas estejam fadadas ao insucesso ou considerem ser a industrialização irrelevante para o desenvolvimento econômico dessas regiões.

Theotonio dos Santos, em sua obra "Teoria da dependência: balanços e perspectivas" refuta a opinião, chefiada por Fernando Henrique Cardoso, de que a teoria da dependência seria uma teoria *estancacionista*. Os esforços conjuntos dos seus partidários em

---

[161] Os estudos de Ruy Mauro Marini englobam a análise do ciclo de reprodução do capital sob uma perspectiva histórico-concreta, incorporando a ideia da luta de classes como aspecto central ao estudo do desenvolvimento do capitalismo na América Latina. O autor expõe, sobretudo, os limites do reformismo, as contradições intrínsecas ao sistema de produção capitalista, e os dilemas próprios da dominação burguesa nos países periféricos, num momento em que as nações do globo tomam consciência "do abismo que as separa de um grupo de países que concentram a riqueza material e o conhecimento técnico-científico". MARINI, Ruy Mauro. Desenvolvimento e dependência, 1992. In: TRESPADINI, Roberta. STEDILE, João Pedro (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011, p. 213.

[162] "A superexploração do trabalho constitui, portanto, o princípio fundamental da economia subdesenvolvida, com tudo que isso implica em matéria de baixos salários, falta de oportunidades de emprego, analfabetismo, subnutrição e repressão policial". MARINI, Ruy Mauro. **Subdesenvolvimento e revolução**. 4a ed. Florianópolis: Insular, 2013, p. 52.

[163] ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Superexploração da força de trabalho e concentração de riqueza: temas fundamentais para uma política de desenvolvimento no capitalismo periférico brasileiro. In: ALMEIDA FILHO, Niemeyer (org.). **Desenvolvimento e dependência**: cátedra Ruy Mauro Marini. Brasília: Ipea, 2013, p. 170.

[164] A dependência seria, portanto, a "[r]elação de subordinação entre nações formalmente independentes, em cujo marco as relações de produção das nações subordinadas são modificadas ou recriadas para assegurar a reprodução ampliada da dependência. A consequência da dependência não pode ser, portanto, nada mais do que maior dependência, e sua superação supõe necessariamente a supressão das relações de produção nela envolvida". MARINI, Ruy Mauro. Dialética da dependência, 1973. In: TRESPADINI, Roberta. STEDILE, João Pedro (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011, p. 134

formular propostas que amenizassem os efeitos da relação de dependência passavam diretamente pelas escolhas de política econômica empreendidas pelos governos.[165]

A questão da teoria marxista da dependência centrava-se no diagnóstico acerca dos limites da industrialização nessas economias, posto que os teóricos do estruturalismo cepalino haviam confiado demasiadamente no "papel na industrialização para garantir a modernização econômica ou de acumulação capitalista" assim como nos efeitos positivos da industrialização na distribuição de renda, concebidos como "intrínsecos ao capitalismo industrial".[166]

O diagnóstico sobre os limites do desenvolvimento econômico das economias dependentes, portanto, não invalida as tentativas de política econômica que objetivem amenizar os efeitos negativos da relação desigual entre os países.

O desenvolver das relações econômicas nos países periféricos, especialmente com relação à trajetória das políticas econômicas e da relação entre essas e a financeirização, objeto do presente trabalho, guarda íntima correspondência com as oscilações do mercado internacional, sobretudo com os movimentos empreendidos pelas nações centrais.

Deve-se ter em conta, para uma adequada avaliação da situação brasileira nos períodos temporais analisados no trabalho, a relação de dependência entre a economia periférica do Brasil (ou subdesenvolvida) e os países centrais (ou desenvolvidos), com especial atenção ao papel dos Estados Unidos.[167]

---

[165] Conferir, por exemplo, a seguinte passagem do livro "Imperialismo e corporações multinacionais", de Theotonio dos Santos: "Uma orientação correta do potencial econômico gerado num país dependente exige uma reforma estrutural do sistema existente que inverta estas relações: expansão da demanda interna, utilização da capacidade instalada para o mercado interno, aumento do emprego, aumento da demanda. Este modelo de desenvolvimento não pode, no entanto, atrair o grande capital pois anula o próprio motivo de sua emigração: os baixos salários". SANTOS, Theotonio dos. **Imperialismo e corporações multinacionais**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977, p. 135. Na obra "Subdesenvolvimento e revolução", de Ruy Mauro Marini, também há um diagnóstico propositivo do autor que aponta para um crescimento sustentável das economias dependentes no sistema capitalista. MARINI, Ruy Mauro. **Subdesenvolvimento e revolução**. 4a. ed. Florianópolis: Insular, 2013.

[166] SANTOS, Theotonio dos. **Teoria da dependência**: balanços e perspectivas. Florianópolis: Insular, 2015, p. 105.

[167] São diversas as discussões que envolvem a teoria da dependência, seja quanto à sua origem, seja quanto o seu caráter teórico. Não será objetivo do trabalho adentrar nessas nuances. Optamos por acolher a teoria da dependência no âmbito da teoria marxista, destacando-se os conceitos trazidos por Ruy Mauro Marini acerca da categoria da superexploração do trabalho. Também servirão como base alguns autores que inspiraram ou deram continuidade ao trabalho do autor, como Theotonio dos Santos, Jaime Osorio, Marcelo Carcanholo, entre outros. A superexploração do trabalho, para Ruy Mauro Marini, é a consequência do intercâmbio desigual das mercadorias. Para diminuir os efeitos da troca desigual e aumentar o valor produzido por meio da transferência de mercadorias, o capitalista da nação dependente recorre à agudização da exploração da força de trabalho, que pode se dar por meio do prolongamento da força de trabalho, do aumento de sua intensidade ou da combinação de ambos. MARINI, Ruy Mauro. A dialética da dependência, 1973. In: STEDILE, João

Notadamente em função da disparidade entre os momentos temporais que marcaram o desenvolvimento industrial dos diversos países do globo, as nações que deram o pontapé inicial à industrialização, aqui denominadas de "países centrais", sustentaram a capacidade de apropriar-se de valores produzidos em outras partes do mundo que mantinham um nível de desenvolvimento industrial diverso e tardio, assim designadas de "países periféricos" ou "dependentes". Coexiste, portanto, um dinamismo econômico mundial em que algumas nações acumulam capital em detrimento da desacumulação de outras.[168]

Apesar de contar com uma tendência geral, tratando-se, pois, de um padrão de reprodução, a maneira como o sistema se dinamiza internamente a cada país é particular e se desenvolve de modos diferentes. Entretanto, é importante compreender que o particularismo de cada situação não se desvincula de sua integração com os processos gerais do qual fazem parte, no caso, o sistema capitalista mundial.

As modificações emergentes no regime de acumulação capitalista de uma economia central irradiam direta ou indiretamente nas nações dependentes, o que não pressupõe que estas mudanças sejam meros reflexos do que ocorre nos países centrais. No entanto, "seu espaço de ação estará delimitado, em longo prazo, pelos movimentos da reprodução considerada de maneira sistêmica, embora em períodos curtos e conjunturais pareça ultrapassar tais delimitações".[169]

O florescimento da grande indústria nos países centrais aprofundou as interações do capitalismo a nível global, forçando a integração entre as nações com o fim de formar uma unidade de comércio mundial heterogêneo.[170]

A perpetuação do capitalismo industrial na Europa no decorrer do século XIX impulsionou o processo de integração do mercado internacional. Para a América Latina, antes integrada na sistemática imposta pela expansão mercantilista, o solavanco da indústria europeia importou na ocupação de um novo papel no mercado mundial.

Pedro. TRASPADINI, Roberta (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a. ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011, p. 145.

[168] OSORIO, Jaime. Padrão de reprodução do capital: uma proposta teórica. In: FERREIRA, Carla; OSORIO, Jaime; LUCE, Mathias (orgs.). **Padrão de reprodução do capital**: contribuições da teoria marxista da dependência. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 76.

[169] Ibid., p. 82.

[170] Immanuel Wallerstein separa em três momentos o que considera como expansão e formação do sistema mundial capitalista: a criação do sistema, entre 1450 e 1650 (formado pela Europa e alguns países da América); o da primeira expansão, entre 1750 a 1850 (incorpora-se a Europa, a Rússia e o Império Otomano, além da Ásia meridional, alguns países da África Ocidental e as Américas); e o da segunda expansão, entre 1850 e 1900, quando passou a compreender o mundo inteiro. WALLERSTEIN, Immanuel. **Conocer el mundo, saber el mundo**: el fin de lo aprendido: una ciencia social para el siglo XXI. Buenos Aires: Siglo XXI Editores, 2007, p. 67-88.

Os países latino-americanos passaram a conquistar suas independências formais, e a mudança de função no sistema capitalista mundial correspondia a uma transformação nas relações internas dos países tendentes a adequar suas economias ao avanço da industrialização das nações centrais.[171]

Na divisão das funções do mercado internacional, coube à América Latina, no início do século XIX, subsidiar os países centrais de alimentos e matérias-primas para que essas nações desenvolvessem, sem maiores embaraços, o arcabouço da indústria pesada. O excedente obtido pela exportação dos produtos primários propiciava a construção da infraestrutura nesses países, o que não significava a consolidação de uma dinâmica interna capaz de impulsionar o desenvolvimento.

As modificações no interior da economia central passaram a irradiar diretamente nos rumos da economia periférica. À medida que a situação econômica, de certo modo, evoluía e prosperava nos países latino-americanos, o aprofundamento da dependência aos países centrais aumentava.

A integração proporcionada pelo desenvolvimento do capitalismo mundial gerou uma subordinação entre nações formalmente dependentes, em que os caminhos trilhados por uma economia se condicionavam ao desenvolvimento de outras.[172]

A concorrência internacional e a troca desigual se operavam de modo a deteriorar a economia periférica, impedindo-a de dinamizar a produção das suas mercadorias e atingir o nível de desenvolvimento pretendido.

A economia das nações centrais, dominada por oligopólios e sindicatos fortalecidos, sem uma dinâmica interna competitiva acirrada, gerava ganhos extraordinários e aumentos reais de salários, enquanto que as economias dependentes agrárias, devido à competitividade interna, utilizavam o excedente para interferir na baixa dos preços, transferindo os ganhos da produtividade aos consumidores. A diminuição dos custos de produção para a manutenção de um lucro mínimo forçava a deterioração dos salários e a depreciação dos fatores que tendiam a elevar o custo de manutenção do trabalhador.[173]

---

[171] MARINI, Ruy Mauro. **Subdesenvolvimento e revolução**. 4a. ed. Florianópolis: Insular, 2013, p. 48.

[172] MARINI, Ruy Mauro. Dialética da dependência, 1973. In: TRESPADINI, Roberta. STEDILE, João Pedro (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a. ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011, p. 134.

[173] A deterioração dos termos de troca, ou o intercâmbio desigual, foi colocada em debate por Raúl Prebisch no fim da década de 1940 (ver "O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais", 1949 e "Crecimiento, desequilibrio y disparidades: interpretacion del proceso de desarrollo economico", 1950). Mantida a divisão internacional do trabalho nos moldes em que se encontrava, os benefícios obtidos pela periferia decorrentes do aumento da produtividade eram transferidos para o centro pela queda de preço dos produtos, enquanto que os benefícios da produtividade, para o centro, tendiam a ser retidos

Apesar de grande parte do excedente gerado através da exportação ter sido investido no movimento reverso de importação de bens de consumo, e também aplicado às zonas que mais geravam renda na economia (no caso, os setores agrários que produziam para exportação), uma pequena parcela era destinada ao incremento de uma indústria ainda leve e incipiente, com vistas ao abastecimento do mercado interno através do fornecimento de produtos de baixo valor agregado.

Sob a égide do padrão libra-ouro, a relação funcional entre as economias centrais e periféricas proporcionou um aumento também dos fluxos financeiros entre essas nações dada a expansão das transações entre os países para fazer frente ao comércio internacional. De acordo com Belluzo:

> O florescimento da finança internacional, como em todos os ciclos de crédito, estava primordialmente amparado no crescimento dos negócios do desconto de letras de câmbio originárias de compra e venda de mercadorias. Em seu desenvolvimento, porém, o sistema financeiro internacional liderado pela Inglaterra foi ampliando suas demais funções, como as de emissão e negociação de títulos da dívida, soberanos ou privados, concessão de avais e recebimento de depósito de governos estrangeiros. Londres manteve até as vésperas da Primeira Guerra a sua posição de liderança na emissão de títulos dos países da periferia.[174]

Segundo Fiori, o padrão ouro era mais uma forma de aumentar a desigualdade entre as nações, pois supunha a igualdade entre elas. O padrão não era neutro nem para os países centrais, competidores entre si, e favorecia o poder financeiro da Inglaterra, ampliando sua hegemonia. Haveria, então, uma dinâmica de dependência e subordinação comercial que era intensificada pela política monetária internacional.[175]

Durante o período que antecedeu a Primeira Guerra, foi observado o grande endividamento dos países periféricos com os bancos dos países centrais para garantir a conversibilidade de suas moedas, o que gerava um contrafluxo de pagamento de juros sobre essas dívidas.

Entre a Primeira e a Segunda Guerra Mundial, o eixo da economia dependente se desloca para o campo da indústria, através de uma dinâmica forçada pela própria

---

nesses países. Para Ruy Mauro Marini, a troca desigual "implica que as nações desfavorecidas devem ceder gratuitamente parte do valor que produzem, e que essa cessão ou transferência seja acentuada em favor daquele país que lhes venda mercadorias a um preço de produção mais baixo, em virtude de sua maior produtividade".

[174] BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello. **Os antecedentes da tormenta**: origens da crise global. São Paulo: Editora UNESP; Campinas: FACAMP, 2009, p. 147.

[175] FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3a ed. Petrópolis: Vozes, 1999, p. 59.

conjuntura mundial, na qual os países centrais não possuíam contingente produtivo o suficiente para dar conta da exportação das manufaturas para os países periféricos.

O período de instabilidade do entreguerras gerou uma interrupção nas bases da divisão internacional do trabalho que vinha se dilatando e se aprimorando com o passar dos anos.

É a partir de 1930, com a crise da economia mundial e a necessidade de abastecer o mercado interno que a maioria dos países latino-americanos transita de uma economia primário-exportadora (baseada na produção agrícola) para uma produção diversificada, marcada por um intenso processo de industrialização.

O estrangulamento externo, ou seja, a queda da capacidade para importar, aliado à crescente demanda interna por produtos manufaturados antes trazidos do exterior[176], provocou o desenvolvimento de uma indústria capaz de suprir os anseios do mercado interno. Inicia-se a fase de substituição de importações e a formação de uma indústria de base.[177]

Para Paul Singer:

> A desglobalização ofereceu à incipiente burguesia industrial dos países menos desenvolvidos uma oportunidade de ouro. O fechamento relativo dos mercados dos países industrializados tornou os países dependentes, para começar, inadimplentes, pois não dispunham de recursos para servir as suas dívidas externas; e depois, incapazes de continuar se abastecendo até mesmo de produtos essenciais, por falta de divisas com que pagá-las. Não lhes restava outra alternativa do que fazer da necessidade virtude e proclamar a industrialização, e não mais a exportação, a via mestre para o desenvolvimento.[178]

A mudança revolucionou os mercados internos dos países periféricos, levando ao estabelecimento de políticas de cunho nacionalista, desenvolvimentista e industrializante. A nova forma de dependência induzia, no plano político, uma maior intervenção dos governos para promover o processo de industrialização. O objetivo era abandonar definitivamente os vínculos de subordinação entre os países atrasados e avançados.

Segundo a tese central de Maria da Conceição Tavares, a substituição das importações significou uma mudança na própria relação de dependência:

> (...) a dinâmica do processo de desenvolvimento pela via de substituição de importações pode atribuir-se, em síntese, a uma série de respostas aos sucessivos

[176] FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. 27a. ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998.
[177] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982.
[178] SINGER, Paul. De dependência em dependência: consentida, tolerada e desejada. **Revista Estudos Avançados**, v. 12 (33), São Paulo, 1998, p. 121.

> desafios colocados pelo estrangulamento do setor externo, através dos quais a economia vai-se tornando quantitativamente menos dependente do exterior e mudando qualitativamente a natureza dessa dependência.[179]

No entanto, entre a segunda metade da década de 1950 e início dos anos 1960, com a reestruturação das economias devastadas pela Segunda Guerra Mundial, as empresas multinacionais, ao sentirem os efeitos da concorrência mundial, iniciam um processo de integração aos mercados periféricos.

As grandes corporações introduzem seus espaços nesses países, incentivadas através de uma política econômica que unificava a ação governamental com a vontade empresarial, e passam a realizar investimentos diretos na indústria pesada em desenvolvimento na América Latina.

Além disso, as rodadas de negociação que ocorriam internamente às instituições supranacionais comandadas pelas nações centrais trataram de sugerir políticas que levariam ao desmonte do protecionismo alcançado pelas economias periféricas no período da industrialização.

Assim, fora operacionalizado um retorno ao ciclo de subordinação capitalista. Para os que atingiram o mais alto grau de desenvolvimento econômico, era imprescindível novamente modificar a dinâmica do mercado mundial para que pudessem voltar a angariar lucros exorbitantes.[180]

Com a inserção dos monopólios e o aumento do investimento externo, os países periféricos iniciam os projetos em torno da indústria de bens de produção. Ao se fincar nesses países, as empresas introduziram em seu novo terreno técnicas modernas de industrialização, porém, mantendo o que deve ser conservado para se consolidar em uma economia dependente.

Nesse sentido, na nova fase da dependência, o mercado interno dos países periféricos, dada a capacidade de consumo emergente, é o alvo das multinacionais. As relações de dependência passam a não mais se vincular necessariamente ao movimento de

[179] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982, p. 41.

[180] No caso específico do Brasil, embora houvesse uma aliança entre a burguesia nacional e o Estado no sentido de intensificar a dependência, a interferência das multinacionais no período foi controlada pela característica de autodefesa e domínio capazes de não ceder totalmente às exigências dos monopólios. FERNANDES, Florestan. **A revolução burguesa no Brasil**: ensaio de interpretação sociológica. 5a ed. São Paulo: Globo, 2006, p. 303.

exportações e importações, mas à intervenção das grandes empresas multinacionais por meio do investimento industrial direto nos mercados.

Concomitantemente, os países antes periféricos são elevados ao patamar de recém-industrializados, sendo os países ainda menos desenvolvidos, agrários e com indústria incipiente, incorporados à reestruturada divisão internacional do trabalho.

Assim, com a inserção dos países marcados pelo desenvolvimento industrial hiper-tardio na dinâmica do capitalismo mundial, alguns países da América Latina repetem o que fora feito a eles num passado recente: lançam a ofensiva de suas indústrias nesses novos mercados.[181]

Por outro lado, o início da década de 1970 representa uma segunda mudança drástica na divisão internacional do trabalho do período pós-Segunda Guerra, que desestabiliza os países periféricos recém tomados por surtos econômicos industrializantes[182] e eleva os Estados Unidos a uma potência capaz de reordenar toda a economia mundial, lastreada por uma nova forma de transnacionalização da sua economia.[183]

A gênese dessa mudança foi o abandono do regime financeiro adotado em Bretton Woods[184], quando os EUA capitanearam a mudança do padrão monetário

---

[181] Ruy Mauro Marini denomina esse movimento como "subimperialismo": "O subimperialismo brasileiro não pode converter a espoliação que pretende realizar no exterior em um fator de elevação do nível de vida interno, capaz de amortecer o ímpeto da luta de classes. Em vez disso, devido a sua necessidade de proporcionar um sobrelucro a seu sócio maior estadunidense, tem que agravar violentamente a exploração do trabalho nos marcos da economia nacional, no esforço para reduzir seus custos de produção". MARINI, Ruy Mauro. **Subdesenvolvimento e revolução**. 4a. ed. Florianópolis: Insular, 2013, p. 157.

[182] É importante esclarecer que, como apresentado no início do tópico sobre a dependência, os efeitos das atuações dos países centrais direcionadas aos países periféricos dependem também de decisões endógenas tomadas nos governos dos países periféricos. Assim, as crises nas economias dependentes que se sucederam às mudanças no sistema financeiro mundial não foram decorrentes exclusivamente desses movimentos, mas da conjunção desses com decisões políticas internas. Sobre o efeito da crise no sistema monetário internacional nos países em desenvolvimento, Barry Einchengreen é taxativo: "[c]om o tempo, porém, as políticas intervencionistas eram cada vez mais apropriadas por grupos de interesses particulares. O volume de comércio e de empréstimos cresceu e a exaustão das oportunidades de crescimento fácil cobrou um preço extra da flexibilidade proporcionada pelo sistema de preços. Já desde a década de 60, os países em desenvolvimento começaram a passar da substituição de importações e repressão financeira para o incentivo a exportações e liberalização do mercado". EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. 2a. ed. São Paulo: Editora 34, 2012, p. 237.

[183] TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luís (org). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

[184] Para Giovanni Arrighi, o sistema Bretton Woods foi mais do que um conjunto de acordos técnicos para viabilizar as paridades entre moedas: "Em todos os sistemas mundiais anteriores – inclusive o britânico –, os circuitos e redes de altas finanças tinham sido firmemente controlados por banqueiros e financistas privados, que os organizavam e administravam para obter lucros. O dinheiro existente no mundo, portanto, era um subproduto de atividades com fins lucrativos. No sistema monetário mundial criado em Bretton Woods, em contraste, a 'produção' do dinheiro mundial foi assumida por uma rede de organizações governamentais, primordialmente movidas por considerações de bem-estar, segurança e poder – em princípio, o FMI e o Banco Mundial e, na prática, o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, agindo em concerto com os bancos centrais dos aliados mais íntimos e mais importantes do país. Assim, o dinheiro mundial tornou-se um

internacional baseado na paridade do dólar frente ao ouro para o padrão dólar puro no ano de 1971, desregulamentando o sistema monetário internacional.[185]

O acordo de Bretton Woods foi um conjunto de regras que tinham por fim regular o comércio internacional e os fluxos financeiros entre os países após os devastadores efeitos da Segunda Guerra Mundial. As ideias de Keynes, que nortearam as disposições do acordo (ainda que suas principais sugestões tenham sido descartadas), previam a adoção de um sistema monetário que gerasse menos perturbações às economias periféricas quanto às oscilações da moeda, tendo em vista que "as finanças deveriam ser desenvolvidas de acordo com os interesses nacionais de cada país".[186]

Assim, durante o pós-guerra:

> Os controles de capitais eram prática corrente e, assim, as políticas monetárias e os sistemas financeiros nacionais estavam voltados para a sustentação de taxas elevadas de crescimento econômico. Comandados por políticas monetárias acomodatícias, os sistemas financeiros – inclusive os Bancos Centrais – funcionavam como redutores de incertezas para o setor privado, o qual, por sua vez, sustentava elevadas taxas de investimento. O círculo virtuoso entre gasto público, oferta de crédito barato, investimento privado e estabilidade financeira foi a marca registrada da economia da demanda efetiva.[187]

Durante o período em que prevaleceu o ideário keynesiano, preponderava a concepção de que o crédito teria por fim o incentivo à acumulação produtiva, pois assim seriam mantidos o pleno emprego e a elevação real dos salários. A política de regulamentação firme quanto às liberdades do sistema financeiro e direcionamento à atividade produtiva foi uma regra de conduta adotada pela imensa maioria dos países, inclusive os Estados Unidos, que segmentou e especializou seu mercado e instituições sob os auspícios do *Glass-Steagall Act*.

As políticas intervencionistas keynesianas proporcionaram a retomada da industrialização da Europa e do Japão. Ao mesmo tempo, o aumento dos fluxos de investimento norte-americano para o restante do mundo gerou o enfraquecimento do dólar, o que levou os Estados Unidos a continuamente tentarem reformar o acordo de Bretton Woods.

---

subproduto das atividades de gestão do Estado". ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo. Rio de Janeiro: Editora UNESP, 1996, p. 287.

[185] GOWAN, Peter. **A roleta global:** uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 43.

[186] BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello. **Os antecedentes da tormenta**: origens da crise global. São Paulo: Editora UNESP; Campinas: FACAMP, 2009, p. 155.

[187] Ibid., p. 155.

Segundo Brenner, a rápida recuperação dos países assolados pela Segunda Guerra gerou uma oferta abundante de manufaturas no comércio mundial e diminuiu o preço dos produtos norte-americanos. No entanto, os fabricantes perceberam que haviam investido em excesso e que, simultaneamente, não conseguiriam elevar os preços de seus produtos. Depois da sobreacumulação, veio a crise.[188] A resposta norte-americana seria empurrar para os concorrentes os custos da desaceleração e a saída era fechar a janela com o ouro, encerrando a conversibilidade com o dólar e empurrando para baixo o seu valor.[189]

O movimento de investidura contra o regime de Bretton Woods foi também impulsionado pelas pressões exercidas pelo poder das altas finanças norte-americanas, que viam no controle monetário internacional e na regulamentação do sistema financeiro empecilhos para o seu desenvolvimento. Assim, o governo dos Estados Unidos "buscou aumentar a mobilidade do capital não só para facilitar os seus planos para a economia doméstica, mas também para fortalecer os interesses financeiros"[190].

A abolição do regime de Bretton Woods, decidida unilateralmente pelos americanos ao aproveitar-se das fragilidades da crise do dólar, foi uma "resposta a problemas que lhe eram próprios", e não tinham, pois, o objetivo de solucionar as oscilações do mercado internacional.[191]

Rompeu-se a relação fixa de valor do dólar com o ouro, o câmbio passou a ser flutuante, o mercado financeiro ficou fora de controle das autoridades governamentais e transnacionais.

Após a derrocada do regime, duas crises do petróleo decorrentes do súbito aumento do produto pelos países árabes membros da OPEP, a primeira em 1973 e a segunda em 1979, fizeram com que muitas economias periféricas fossem capturadas "num movimento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização".[192]

---

[188] "Em suma, o excesso de capacidade e de produção por todo o sistema não pôde ser aliviado porque as empresas de todo o setor manufatureiro internacional acabaram produzindo em conjunto mais do que já estava sendo produzido, agravando o problema inicial dos meios de produção supérfluos". BRENNER, Robert. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 75.
[189] Ibid., p. 56-58.
[190] Ibid., p. 70.
[191] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 29.
[192] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p.12.

Os principais países árabes exportadores de petróleo possuíam limitações internas relativas à absorção das divisas geradas com o crescente fluxo da moeda, buscando no mercado internacional o suporte necessário. Assim, fez-se indispensável a transferência do domínio financeiro dos bancos centrais para os operadores financeiros privados.

Para Peter Gowan:

> [O] aumento dos preços do petróleo resultou da influência dos Estados Unidos sobre os países produtores de petróleo e foi providenciado em parte como um exercício de política econômica dirigido contra os "aliados" da América na Europa Ocidental e no Japão. E outra dimensão da política do governo Nixon em relação aos aumentos do preço do petróleo era a de dar um novo papel, através deles, aos bancos privados americanos nas relações financeiras internacionais.[193]

Nessa dinâmica, a contragosto dos países que compunham a cúpula do FMI, os bancos privados americanos seriam responsáveis por reciclar os petrodólares para os países não produtores de petróleo.[194]

O domínio da política de Wall Street, com a liberalização dos sistemas bancários anglo-americanos para as operações internacionais, surtiu impactos determinantes para os países que dependiam das oscilações do mercado estadunidense.

Um desses efeitos foi o crescimento descontrolado do sistema bancário e financeiro internacional, fazendo com que "os sistemas financeiros e as taxas de câmbio de outros países, principalmente países do Sul, [ficassem] cada vez mais vulneráveis aos acontecimentos dos mercados financeiros americanos".[195]

Os países periféricos, caracterizados pela total dependência às diretrizes impostas pelos países centrais, foram os que mais sentiram os efeitos da crise global.[196]

A crise internacional não apenas fez o preço das importações do petróleo aumentar como também refletiu diretamente no valor das importações dos bens de capital e insumos básicos.[197]

---

[193] GOWAN, Peter. **A roleta global:** uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 47.
[194] FURTADO, Celso. **Brasil**: construção interrompida. 2a. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992, p. 48.
[195] GOWAN, Peter. **A roleta global:** uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo, op. cit., p. 54.
[196] "O Brasil foi personagem da história da financeirização do capitalismo desde seu começo. Inicialmente o país constituiu parte expressiva da demanda por crédito que ensejou a primeira bolha global de ativos do capitalismo financeirizado, consubstanciada na crise das dívidas latino-americanas da primeira metade dos anos 1980". PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**, vol. 23, n. 66 São Paulo, 2009, p. 34.
[197] GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JÚNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. 4a ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 411.

Os países que passavam por um momento de benesses econômicas decorrentes do processo acelerado de industrialização, como o Brasil, passaram a sentir as consequências da crise aliada aos efeitos do vertiginoso crescimento, o que gerou desequilíbrios na balança comercial e nos índices inflacionários.[198]

Para ajustar as economias, ou os países periféricos realizavam mudanças que implicariam drásticos ajustes internos e o abandono das políticas essencialmente dependentes, ou recorreriam aos empréstimos externos, opção escolhida pela imensa maioria por ser mais fácil e economicamente racional.

O impacto da crise do petróleo nas economias subdesenvolvidas foi destacado por Celso Furtado:

> A desordem implantada no sistema monetário-financeiro internacional, em razão do excesso de liquidez gerado pela crise do dólar, foi o ponto de partida do processo de endividamento de quase todos os países da periferia.
> (...).
> Esse quadro de desajustes foi agravado no segundo semestre de 1973 pela elevação brutal dos preços do petróleo, o que permitiu a um grupo de países sem capacidade para absorver grandes recursos financeiros acumular de maneira precipitada enormes reservas sob a forma de certificados de depósito em bancos internacionais. O desequilíbrio provocado nas contas externas dos países cêntricos — quase todos eles grandes importadores de petróleo — levou-os a buscar por todos os meios o aumento de suas exportações. O esforço de abertura adicional das economias industriais, realizado em seguida à comoção do aumento do preço do petróleo, teve como contrapartida o incremento das importações dos países periféricos, assim como uma transformação do excesso de liquidez dos bancos internacionais em créditos sobre esses países. As economias subdesenvolvidas, que lutavam tradicionalmente com grande escassez de capital, encontraram-se repentinamente em face de uma oferta completamente elástica de recursos financeiros no mercado internacional a taxas de juros negativas.[199]

Na segunda crise do petróleo, as condições de financiamento internacional já não eram as mesmas da primeira ocasião. Os Estados Unidos, para conter a desvalorização do dólar, adotaram uma política monetária restritiva, contendo o crédito e dificultando o financiamento. As taxas de juros internacionais elevaram-se violentamente num momento em que os países atingidos pela crise demandavam cada vez mais do empréstimo externo

[198] Sobre o assunto, Dominique Plihon: "Esse regime de crescimento rápido começou a desregulamentar-se no início dos anos 70, com o desmoronamento do sistema monetário internacional de Bretton Woods, o 'superaquecimento' inflacionista nos Estados Unidos em 1972 e o choque petroleiro de 1973". PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 130.
[199] FURTADO, Celso. **Brasil**: construção interrompida. 2a ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992, p. 68.

para dar continuidade aos seus projetos econômicos ou mesmo para manter a rolagem das dívidas contraídas anteriormente.[200]

A dívida passou a ser o martírio dos países periféricos. O custo da dívida causou um impacto profundo às economias dessas nações, tomando graves proporções a partir do último biênio da década de 1970 e início dos anos 1980.

A Polônia e a Argentina foram os primeiros insolventes e o México, em 1982, declarou a moratória. Para encarar os serviços da dívida externa, esses países tiveram que empreender uma política de geração de superávits externos.

Em 1982 o comando da situação passou às mãos do Fundo Monetário Internacional, que, com o fim de garantir o pagamento do débito dos países periféricos, impunha a adoção de modificações estruturais nas economias, como redução dos gastos públicos, restrição do crédito, redução do salário real, desvalorização da moeda, elevação dos preços dos derivados do petróleo e desregulamentação e liberalização de seus mercados financeiros. O "golpe de 1979", que implementou a ditadura dos credores, foi responsável por impor reformas estruturantes, levando à desindustrialização de muitos países: "a dívida levou a um forte crescimento da dominação econômica e política dos países centrais sobre os da periferia".[201]

Assim, o colapso da dívida externa, após a segunda crise do petróleo na década de 1980 e a cessação momentânea do fluxo de capitais, incitou a liberalização e desregulamentação financeira interna dos países periféricos, com a financeirização das empresas, reduzindo o investimento produtivo e o crescimento econômico.[202]

A liberalização e desregulamentação foi um campo aberto para os credores, que reuniram as condições necessárias para aplicações e movimentos de capitais. É nesse momento, que compreende os anos de 1979 a 1981, que Chesnais considera o início do movimento de mundialização financeira tal como conhecemos.[203]

---

[200] Para Geraldo Biasoto Júnior: "O colapso da dívida externa, detonado em 1982, mas que já se configurava como inevitável em finais dos anos setenta, tornou dramática a situação externa de uma economia que dependia do ingresso de recursos externos para refinanciamento dos juros relativos ao estoque já contratado. Note-se que a crise do endividamento externo apresentou-se, ao mesmo tempo, como a ruptura das contas externas da economia e como o colapso do padrão de financiamento do setor público completamente dependente do crédito externo". BIASOTO JÚNIOR, Geraldo. **A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995, p. 11.

[201] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 40.

[202] A situação específica do Brasil ante a mundialização financeira será analisada no decorrer do trabalho.

[203] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos, op. cit., p. 44.

Para Brenner, o impasse gerado pela crise de lucratividade do setor manufatureiro internacional aprofundado no fim dos anos 1970 foi o impulso que gerou a busca, pelos governos, da facilitação dos ingressos em atividades financeiras que dessem alto retorno a aplicações. Para isso, foi iniciada uma guerra contra a inflação; rejeição dos tetos das taxas de juros; descarte de restrições de acesso aos mercados pelas instituições financeiras; e eliminação dos controles de capitais. Essas medidas trouxeram de volta os ciclos financeiros geradores de consecutivas crises financeiras, anteriormente contidos pelas políticas implementadas pelo regime de Bretton Woods.[204]

As medidas coincidiram com a ascensão dos fundos de pensão norte-americanos e sociedades seguradoras de outros países industrializados, ávidos por mercados capazes de receber seus capitais para valorização. Foram esses os primeiros beneficiados da nova política monetária internacional.

A dívida pública também fez os países centrais adotarem uma nova forma de financiamento dos seus déficits orçamentários, securitizando as obrigações de modo a se beneficiarem da liberalização do mercado de obrigações e das taxas de juros positivas. Chesnais aponta a securitização da dívida pública como um dos indicativos mais presentes da mundialização financeira:

> Nos países da OCDE, como nos países periféricos, a dívida pública alimenta continuamente a acumulação financeira por intermédio das finanças públicas. A necessidade de recorrer ao financiamento mediante empréstimos torna-se permanente por causa da desoneração do capital e das rendas elevadas, a qual foi ainda facilitada pela mundialização financeira, pela impunidade da evasão e pela multiplicação dos paraísos fiscais. Deu-se um duplo presente às rendas elevadas: beneficiam-se da redução de impostos e emprestam a taxas elevadas. A riqueza transferida começa por assumir a forma de salários, de rendas agrícolas e de trabalho por conta própria, parcialmente a forma de lucros, antes de se transformar em impostos diretos e indiretos e outras "contribuições especiais" que são dirigidas ao setor financeiro mediante a parte do orçamento do Estado alocada para o serviço da dívida.[205]

Maria da Conceição Tavares segue na mesma linha. A autora partilha com Chesnais o entendimento de que as políticas de liberalização e desregulamentação financeira corresponderam a uma nova fase nas relações entre o centro e a periferia:

> [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

[204] BRENNER, Robert. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 86-87.
[205] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 41-42.

> taxas internacionais. Sem dispor do raio de manobra das NICs 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 o débacle cambial. (...). Nos anos 80, a dívida pública permitiu a expansão dos mercados financeiros ou a sua ressurreição em outros países, como no caso da França. Ela é o pilar do poder das instituições que centralizam o capital portador de juros. (...). No curso dos últimos dez anos, foi ela que facilitou a implantação das políticas de privatização nos países chamados "em desenvolvimento".[206]

A inserção dos países latino-americanos na dinâmica da mundialização financeira passou a gerar forte instabilidade nessas economias.[207] Aos poucos, os países foram rompendo os ímpetos desenvolvimentistas, inserindo-se novamente na dinâmica das importações e cedendo à entrada massiva dos capitais estrangeiros.

É possível afirmar, portanto, que após décadas de afrouxamento da dependência, quando os países periféricos voltaram-se para os interesses nacionais, , a nova cara da dependência possui a forma da financeirização – os movimentos do sistema monetário internacional, principalmente as oscilações norte-americanas, direcionam as políticas econômicas internas dos países dependentes. O mercado, agora financeiro, permanece numa busca incessante de valorização dos seus ativos.

O capital monetário volta a ocupar um espaço hegemônico no sistema mundo como uma aliança entre os financistas e os Estados nacionais na busca por espaços ainda não dominados. De acordo com Fiori, portanto, o desbravamento de fronteiras já não se daria mais sobre as bases da antiga ordem mundial caracterizada pela imposição do poder comercial, mas pela "credibilidade das suas moedas e dos sistemas de pagamentos". Da nova dinâmica emergem "territórios monetários" que competem sem as barreiras da

[206] TAVARES, Maria da Conceição. MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís. (orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 78.

[207] A expressão "mundialização financeira" é um termo utilizado por François Chesnais que designa as "(...) estreitas interligações entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, que resultaram das medidas de liberalização e de desregulamentação adotadas em primeiro lugar pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido entre 1979 e 1982, e nos anos que se seguiram pelos principais países industrializados". CHESNAIS, François. Introdução geral. In CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, p. 10.

regulamentação nacional e com a "descompartimentalização dos mercados financeiros de câmbio, títulos públicos e privados, das ações, dos imóveis e das *commodities*".[208]

Por isso se diz que houve uma "revolução financeira" na década de 1980, pois provocou a retomada do poder atribuído à moeda e ao crédito e, sobretudo, ao retorno da hegemonia norte-americana por meio da imposição do padrão dólar puro. Para Fiori, enquanto a moeda norte-americana continuar como moeda padrão e houver a centralidade dos mercados financeiros dos Estados Unidos e da Inglaterra, as finanças desses países continuarão a impor seu poder global às demais nações.[209]

A nova ordem consegue ser ainda mais excludente que a anterior: "o 'moinho satânico' volta a operar a todo vapor, como no século XIX, mas agora de maneira mais perversa no mundo do trabalho e de maneira mais extensa e imperial no mundo das finanças globalizadas (...)".[210]

Paul Singer, ao descrever esse período, retrata-o como intensificador das relações de dependência, havendo nesses países não apenas uma tolerância às condições de subordinação, mas um desejo:

> Do ponto de vista da situação de dependência, esta deixou de ser tolerada para se tornar desejada. Os governos de todos os países – desenvolvidos, semidesenvolvidos ou pouco desenvolvidos – passaram a depender crescentemente do capital privado globalizado. Esta dependência é algo menor apenas nas grandes potências, cujas autoridades monetárias dispõem de algum controle sobre a taxa básica de juros e sobre o montante de crédito bancário e extra-bancário, podendo com tais instrumentos condicionar a movimentação dos capitais privados. Além disso, os governos das grandes potências têm por obrigação impedir que o grande capital, em sua corrida desvairada à centralização, ponha em perigo a própria existência do capitalismo pela completa monopolização dos mercados.
>
> Retomando o tema em análise, esta nova situação de dependência é de certa maneira uma volta à dependência consentida, mas com alterações não desprezíveis. É como se os 30 anos de desglobalização, somados aos 30 anos dourados, não passassem de um parêntese, que a restauração da normalidade, na forma de hegemonia do grande capital privado sobre a economia capitalista, poderia fechar. A subordinação dos estados nacionais aos interesses e aos preconceitos ideológicos dos detentores do grande capital globalizado restabeleceria uma normalidade que fora perturbada por peripécias políticas, passageiras. [211]

---

[208] FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3a ed. Petrópolis: Vozes, 1999. p. 72.

[209] FIORI, José Luís. **História, estratégia e desenvolvimento**: para uma geopolítica do capitalismo. São Paulo: Boitempo, 2014. Edição do Kindle, posição 1899-1906.

[210] FIORI, José Luís. **Estados, moedas e desenvolvimento**, op. cit., p. 72

[211] SINGER, Paul. De dependência em dependência: consentida, tolerada e desejada. **Revista Estudos Avançados**, v. 12 (33), São Paulo, 1998. p. 126.

François Chesnais considera que a emergência do espaço financeiro mundial não chegou a suprimir os sistemas financeiros nacionais dos países afetados, porém, integrou-os de forma imperfeita em um conjunto com três particularidades: o sistema é hierarquizado, dominado quase que exclusivamente pelos Estados Unidos devido à força do dólar como moeda mundial e à dimensão do seu mercado de capitais; o desenvolvimento desigual entre os países foram reavivados pela liberalização e desregulamentação financeira; a unidade dos mercados é garantida pelos operadores financeiros.[212] Além disso, Chesnais qualifica três elementos constitutivos na implementação da mundialização financeira encadeados profundamente entre si (os "três D's"): a desregulamentação ou liberalização monetária e financeira; a descompartimentalização dos mercados financeiros nacionais; e a desintermediação financeira.[213]

É possível afirmar, portanto, que a mundialização financeira e a subordinação das nações subdesenvolvidas a essa nova ordem estão mais avançadas do que nunca. A predominância da acumulação financeira, com ênfase no papel exercido pelo sistema financeiro e o domínio do capital monetário sobre o produtivo, é evidente nas economias centrais, principalmente nos Estados Unidos da América.[214]

Nos dizeres de Maria Conceição Tavares:

> Nas atuais condições de desenvolvimento dependente, e mantido o caráter concentrador do modelo, é difícil ao Estado brasileiro afirmar uma hegemonia que resolve em termos 'nacionais' os grandes interesses em jogo. A solidariedade entre os interesses do capital nacional e a internacionalização da economia pareceriam exigir no Brasil um modelo sui generis de capitalismo de Estado em aliança estreita com os vários grupos internacionais.
> O próprio caráter competitivo destes e a situação de crise da economia podem dar, por algum tempo, a impressão de que o capitalismo de Estado seria hegemônico nas negociações para abertura de novas oportunidades de investimento. A forma de organizar a produção em grande escala e o controle dos mercados externos continuam, porém, dependentes de decisões de fora do controle do Estado brasileiro. Deste modo, o próprio dinamismo (e duração) da abertura externa

[212] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François. **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.
[213] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015, p. 46.
[214] De acordo com François Chesnais: "Desde o momento (por volta de 1995/97) em que foram plenamente reunidos os elementos que tornaram possível o esboço da teoria da emergência de um regime de acumulação com dominação financeira, apenas uma grande potência econômica, a norte-americana, passou por uma fase de crescimento plenamente identificável. Foi nessa economia que se centraram as análises relativas à hipótese de um novo regime e também é a única para a qual tal hipótese é verdadeiramente consistente. Em nível teórico, isso coloca a questão fundamental da relação dos regimes de acumulação com o processo de internacionalização em suas sucessivas formas. Tal questão, mais escamoteada do que realmente resolvida no tocante ao regime fordista, deve ser plenamente tratada no que diz respeito ao regime de acumulação com dominação financeira.". CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, 2002, p. 3.

> continuará problemático, à medida que não se defina com clareza um novo esquema de divisão internacional do trabalho, bem como a adaptação correspondente da estrutura interna da economia em termos de distribuição da produção, da renda e do poder econômico.[215]

Assim, é certo que os países periféricos, cada um com suas particularidades, inseriram-se na dinâmica do capitalismo mundial sob dominância financeira. Resta saber, no entanto, como se deu a inserção do Brasil e se ela implicou mudanças estruturais internas que levaram a uma financeirização de sua economia.

A próxima parte do trabalho é baseada na análise dos principais pontos que caracterizam o primado das relações financeiras numa economia. Esses pontos foram levantados por Frontana[216] e complementados por Rodrigo Teixeira, em suas excelentes teses de doutorado, e se dão em três planos:

> (i) no viés financeiro das políticas econômicas: a gestão monetária, fiscal, financeira e cambial fica condicionada à lógica rentista, reduzindo a capacidade do Estado de estimular a demanda agregada, realizar investimentos e políticas distributivas. Acrescentaríamos a isto a redução da autonomia da política econômica doméstica, num contexto de livre mobilidade de capitais, criando um ambiente altamente propício à especulação;
> (ii) no comportamento rentista de extensos segmentos sociais, sobretudo as famílias de renda média e alta, que buscam aumentar suas rendas atuais ou garantir suas aposentadorias por meio dos rendimentos financeiros; e
> (iii) nas estratégias das empresas do setor produtivo, que buscam cada vez mais as rendas financeiras, mas poderíamos acrescentar ainda a estratégia dos bancos, que contraem o crédito e buscam os ganhos de tesouraria, operando nos mercados de títulos da dívida pública, câmbio e derivativos. O sistema financeiro perde assim seu papel de financiar o desenvolvimento econômico.[217]

Em razão das limitações inerentes ao presente trabalho, que não tem por objetivo exaurir o tema da inserção do Brasil no circuito da dominância financeira, o foco de análise sobre o caso brasileiro será baseado nos itens (i) e (iii) delimitados acima, este último detendo-se ao comportamento do sistema financeiro ante a inserção do Brasil na esfera da acumulação financeira.

---

[215] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição das importações ao capitalismo financeiro**. 10a ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1982, p. 262-263.
[216] FRONTANA, André Vivas. **O capitalismo no fim do século XX**: a regulação da moeda e das finanças em um regime de acumulação sob dominância financeira. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.
[217] TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira:** a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 68.

CAPÍTULO II – GÊNESE: FINANCEIRIZAÇÃO PRECOCE

II.1. Pressupostos de análise

O presente capítulo abordará sobre o início da inserção brasileira no circuito da valorização financeira. O termo "financeirização precoce" foi cunhado por Miguel Bruno e Ricardo Caffe, ao conceber o período da ditadura-civil militar como criador das condições estruturais para o desenvolvimento precoce da financeirização no Brasil. Os autores destacam dois marcos principais para esse início: a emissão de títulos públicos indexados à inflação e a reestruturação do mercado bancário-financeiro, pois foram responsáveis por redefinir o papel do Estado como "garantidor e avalista do capital financeiro privado"[218].

A sistematização da inserção brasileira também leva em conta o trabalho de José Luís Fiori, que relegou à forma como se deu o endividamento interno e externo brasileiros o abandono da política desenvolvimentista e o desmonte da capacidade de financiamento do sistema financeiro nacional, definindo o período iniciado em 1974 como "encilhamento financeiro geral".[219]

A dinâmica desse capítulo também teve essencial influência da atenção dada por Maria da Conceição Tavares, ainda nos seus escritos entre a década de 1970 e 1980, às mudanças no sistema financeiro e suas correlações com o caráter especulativo e rentista que vai sendo atribuído à forma como o Estado passa a lidar com a dívida pública interna e a dívida externa, principalmente na sua tese de titularidade na UFRJ, "Ciclo e Crise"[220] e no seu livro "O grande salto para o caos"[221] em coautoria com José Carlos de Assis. Conceição Tavares antecipa, já em 1978, a preocupação com um possível descolamento entre as esferas financeira e real no decorrer da ditadura civil-militar.

A divisão é coerente também com o período em que foram dados os primeiros passos da mundialização financeira proposto por Chesnais, o qual compreende três etapas:

---

[218] BRUNO, Miguel. CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1034.

[219] FIORI, José Luís. **Em busca do dissenso perdido**: ensaios críticos sobre a festejada crise do Estado. Rio de Janeiro: Insight, 1995; e FIORI, José Luís. **Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira**. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988.

[220] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998.

[221] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985.

(1) internacionalização financeira indireta, quando, a partir da criação do euromercado, do posterior desmonte do acordo de Bretton Woods e da imposição do padrão dólar puro, houve um retorno das finanças especulativas (entre a década de 1960 até 1978); (2) desregulamentação financeira, marcada pela segunda crise do petróleo, quadruplicação da taxa de juros internacional e crise da dívida externa nos países periféricos, ascensão dos fundos de investimentos, desintermediação bancária e incorporação da lógica curto-prazista da acumulação financeira para o setor produtivo (1979-1986); (3) abertura dos mercados acionários e incorporação definitiva dos mercados periféricos, marcada por diversas crises monetário-financeiras nessas economias (1987 em diante).[222]

Tendo como base os acontecimentos e periodizações ensaiados por esses autores, e considerando esses marcos como indicativos iniciais da inserção do Brasil na dinâmica da financeirização, buscaremos, nos tópicos seguintes, pormenorizar os aspectos dessas mudanças. Esclarecemos, contudo, que tais marcos não são categóricos. O capítulo não pretende exaurir os temas nem analisar seus desdobramentos posteriores, mas apenas tenta compreender como a gênese desses acontecimentos influenciaram na dinâmica da financeirização brasileira, a qual foi ganhando contornos em diferentes frentes de atuação à medida que foi se desenvolvendo no Brasil.

A fim de contextualizar os eixos principais da financeirização, o capítulo será iniciado com uma seção introdutória que tratará sobre das principais diretrizes econômicas observadas no período da ditadura-militar. Em seguida, trataremos abordaremos sobre como o sistema financeiro foi organizado para fazer frente ao crescimento econômico; os sobre aspectos relevantes do mercado de títulos públicos; e sobre a utilização do endividamento externo no período. Ao fim, com base nos autores mencionados, pretendemos explicar como essas três estruturas confluíram para a consideração de um processo de "financeirização precoce" iniciado no Brasil.

II.2. Política econômica na ditadura militar

Os intermináveis vinte e um anos que duraram o governo civil-militar foram norteados por eixos de atuação dos mais diversos, com maior ou menor conotação desenvolvimentista, com crises e expansões, com muito nacionalismo e muito

[222] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

estrangeirismo, com políticas ortodoxas, heterodoxas, mas com alguns pontos em comum: o decréscimo na condição de vida do trabalhador, a ausência de liberdade de agir e de pensar e o autoritarismo estatal.

É importante ter em conta, para o desenvolver deste capítulo, que ao usarmos o termo "ditadura civil-militar" queremos dizer que não se tratou de um período cujos interesses eram restritos aos das Forças Armadas. Pelo contrário, para derrubar o regime democrático e dar sustentáculo à ditadura, foi necessária uma coalizão de forças, pressupondo, como bem acentua André Ramos Tavares, uma "penetração dos interesses privados na formação da vontade estatal" capaz de conduzir as decisões de política econômica do regime. O domínio dos interesses, no período, foi "facilitado pela estrutura de concentração de poder e ausência de controle", principalmente a partir de 1968, com o endurecimento do regime por meio do Ato Institucional nº 5 que dissolveu o Congresso Nacional.[223]

A ditadura civil-militar foi comandada por cinco principais nomes: Castelo Branco (1964-1967), Artur da Costa e Silva (1967-1969), Emílio Médici (1969-1974), Ernesto Geisel (1974-1979) e João Batista Figueiredo (1979-1985).

Para Maria da Conceição Tavares, em termos de política econômica, devem ser considerados quatro eixos de referência: o período das reformas institucionais, sob o comando de Otávio Gouvêa de Bulhões (Ministro da Fazenda) e Roberto Campos (Ministro do Planejamento); o período do "milagre econômico", idealizado por Delfim Netto (Ministro da Fazenda); o sonho da grande potência de Ernesto Geisel, guiado por João Paulo dos Reis Veloso (Ministro do Planejamento) e Mário Henrique Simonsen (Ministro da Fazenda); e o segundo período de Delfim Netto, que preparou o Brasil para a transição democrática.[224]

Os objetivos da política econômica do início da ditadura civil-militar centravam-se na estabilização financeira e monetária, racionalização do sistema produtivo (do mercado de capitais às relações de produção) e na reintegração da economia brasileira ao sistema capitalista mundial.[225]

---

[223] TAVARES, André Ramos. Facções privadas e política econômica não-democrática da ditadura brasileira. **Revista Brasileira de Estudos Constitucionais - RBEC**, Belo Horizonte, ano 9, nº 32, maio/agosto 2015, pp. 1047-1066, p. 1053.

[224] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985, p. 12-13.

[225] A intensificação da presença das multinacionais pôs em evidência "de novo e de modo mais claro, a dependência estrutural que sempre caracterizou o subsistema econômico brasileiro". IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2009, p. 271.

A política econômica foi direcionada para a superação de um cenário nascido numa crise sem precedentes, com baixos índices de crescimento econômico e inflação recordes. O cenário de crise impunha um planejamento de caráter emergencial de estabilização. A coalizão de forças econômicas necessárias para a efetivação do golpe militar e a legitimação dele perante a sociedade exigiu que o controle da inflação ocorresse sem que houvesse uma queda abrupta na renda agregada. O plano previa que, após a estabilização do índice inflacionário, seriam implementadas políticas voltadas para o crescimento e desenvolvimento econômico.[226]

A primeira e mais importante medida tomada pelo general Castelo Branco direcionada ao planejamento econômico estratégico foi a elaboração do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). Por intermédio do recém-criado Ministério Extraordinário para o Planejamento e Coordenação Econômica, o plano previa duração até março de 1967 e foi comandado pela equipe dos ministros Otávio Bulhões e Roberto Campos.

O plano pretendeu estabelecer as linhas gerais de política econômica que seriam adotadas no Brasil, visando aos objetivos de (a) aceleração do ritmo de desenvolvimento econômico; (b) contenção progressiva do processo inflacionário; (c) atenuação dos desníveis econômicos setoriais e regionais e das tensões criadas pelos desequilíbrios sociais, melhorando as condições de vida; (d) assegurar, pela política de investimentos, oportunidades de emprego produtivo à mão-de-obra; e (e) correção da tendência ao déficit descontrolado do balanço de pagamentos.[227,228]

No âmbito da reforma fiscal, o plano buscava majorar a arrecadação por meio do aumento da arrecadação tributária, criação de tarifas públicas e contenção de gastos.

O programa também buscava restaurar o equilíbrio monetário do país na tentativa de conter o aumento da inflação, causado, para os militares, pelo déficit público, pela expansão exacerbada do crédito e pelos "demagógicos" aumentos salariais acima dos

[226] HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973). GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 73.
[227] BRASIL. **Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)**, 1964.
[228] Sobre o PAEG, Eros Grau: "O seu grau e imprecisão e a ausência de projetos que visassem a concretização dos seus objetivos de inversão tornaram impossível a sua compreensão como um verdadeiro plano, encontrando-se mesmo na sua introdução a autodefinição como 'apenas um programa de ação coordenada do governo no campo econômico'". GRAU, Eros Roberto. **Planejamento econômico e regra jurídica**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, p. 140.

ganhos da produtividade.[229,230] Diante do diagnóstico de inflação causada por demanda, a alternativa centrava-se na redução do desequilíbrio orçamentário, no controle da expansão monetária e creditícia e contenção dos reajustes salariais dos trabalhadores[231]. Superado o problema da inflação, novamente estariam dispostas as condições para o desenvolvimento econômico.

A experiência anterior do governo de João Goulart e o falso cognata do aceno ao comunismo fizeram o governo militar bradar a favor da ideologia liberal-conservadora que primava a liberdade do mercado e o controle da inflação. No fim, nem a inflação, nem a intervenção estatal diminuíram como o desejado – foi estatizado o setor energético e parte do setor mineral e retirada a autonomia de Estados e Municípios.

As reformas financeiras de 1964 e 1965 foram a peça-chave do governo para tentar solucionar os problemas de financiamento do crescimento econômico, público e privado, como será demonstrado no tópico seguinte. A reestruturação do sistema financeiro também foi essencial para estimular o consumo da população e a obtenção de capital de giro do setor industrial de bens duráveis.

Ainda que timidamente, a ditadura não deixou de fora, junto à reforma financeira, a ampliação da abertura ao capital externo, de risco e de empréstimo. Foi regulamentada a Lei nº 4.131/1962 para permitir captação direta de recursos estrangeiros por empresas privadas nacionais; baixada a Resolução nº 63, que viabilizou a captação de empréstimos externos pelos bancos nacionais para posterior repasse às empresas; e mudanças quanto à remessa de lucros ao exterior[232]. A abertura financeira, de acordo com o discurso oficial, era vista como essencial ao aumento da concorrência e eficiência do sistema financeiro nacional.[233]

O eixo econômico desse primeiro período foi voltado para os setores de infraestrutura, com destaque para o hidrelétrico e rodoviário, apoiados pelas grandes

---

[229] OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991, p. 43.

[230] "A lógica dos militares consistiu em responsabilizar pela pressão inflacionária a política de aumento salarial ocorrida anteriormente. E isso mesmo considerando que os aumentos salariais em período anteriores haviam sido inferiores aos acréscimos da produtividade". TAVARES, André Ramos. Facções privadas e política econômica não-democrática da ditadura brasileira. **Revista Brasileira de Estudos Constitucionais - RBEC**, Belo Horizonte, ano 9, nº 32, maio/agosto 2015, pp. 1047-1066, p. 1058.

[231] MACARINI, José Pedro. A política econômica do governo Costa e Silva (1967-1969). **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 10(3): 453-489, set./dez. 2006, p. 456.

[232] Tais mudanças, afora os atos normativos das autoridades monetárias que lhes deram origem, foram também introduzidas pela Lei nº 4.390 logo em agosto de 1964.

[233] HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973). GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 78.

construtoras e estatais e com investimento direto do Estado. O setor de infraestrutura também foi beneficiado pela reforma financeira com a reestruturação do Sistema Financeiro de Habitação.

Na indústria, houve uma diminuição expressiva no contingente de importações e as exportações aumentaram de 1964 a 1967, deixando superavitária a balança comercial. No entanto, houve uma relevante oscilação no produto industrial, o que deixava os representantes do setor inseguros quanto aos rumos seguintes. Já na agricultura, houve um aumento abrupto no período. O PIB também não sofreu grandes transformações, evoluindo 2,7% em 1964, 5,1% em 1966 e 4,8% em 1967.[234]

Quanto aos fluxos financeiros internacionais, já se inaugura uma característica ampliada nos períodos seguintes: a prevalência dos empréstimos e financiamentos sobre investimentos de risco.[235]

O governo militar conseguiu alcançar suas metas de redução do déficit público por meio de corte nos gastos e no aumento da arrecadação com a reforma tributária.

A inflação, mesmo que não tenha chegado ao patamar pretendido pelos militares, que previa metas gradualistas de diminuição dos índices, caiu de 92% em 1964 para 24% em 1967.[236]

Sobre o período, analisa Octávio Ianni:

> De fato, o Governo Castelo Branco pôs em prática boa parte do programa de reformas de base debatido nos anos 1962-1964. Não há dúvida de que o sentido dado às reformas não foi aquele dos debates realizados naqueles anos. (...).
> Em seus níveis principais, a política econômica governamental modificou as condições de funcionamento dos mercados de capital e de força de trabalho. Isto é, reformulou as relações de produção, segundo as exigências da reprodução capitalista e da expansão do setor privado. Em particular, ela criou novas possibilidades para o funcionamento e expansão da empresa privada, nacional e estrangeira. Nos termos em que se executaram as diretrizes do PAEG, a ação estatal tornou-se ainda mais decisiva para o conjunto da economia do País. Para que a empresa privada pudesse funcionar em condições (inclusive não econômicas) melhores e florescer, o Estado foi levado a interferir de modo ainda mais profundo e sistemático nas relações econômicas internas e externas.[237]

---

[234] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 25.
[235] Ibid., p. 23.
[236] O objetivo do primeiro governo militar era reduzir a inflação para 10% ao ano e retomar o crescimento numa taxa de 6% ao ano até 1967. MACARINI, José Pedro. A política econômica do governo Costa e Silva (1967-1969). **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 10(3): 453-489, set./dez. 2006, p. 455.
[237] IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. São Paulo: Civilização Brasileira, 2a ed., 1977, p. 233.

As reformas e o enfrentamento da inflação foram determinantes para estruturar a economia numa conjuntura de desequilíbrio externo e estagnação econômica herdada do período anterior.[238]

Ainda sob o comando de Campos, em 1967 tentou ser elaborado o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, que reuniu um amplo estudo sobre os problemas da economia brasileira e as possíveis soluções para os entraves de então. Os dois eixos de análise principais estavam centrados na programação da produção, do consumo e dos investimentos da União e da administração indireta e suas respectivas fontes de financiamento, além de definir critérios de ação indireta do governo federal. Em função desses eixos, foi feito um diagnóstico do comportamento global da economia brasileira, fixados objetivos básicos de crescimento, apresentado diagnósticos dos planos setoriais de desenvolvimento, dentre diversos outros pontos que culminaram na elaboração de relatórios e recomendações. O objetivo de Castelo Branco era direcionar a atividade econômica do próximo governo, enfatizando a importância do planejamento para eficácia e racionalidade da política econômica. O plano, contudo, nunca foi executado.[239]

Mesmo que não tenham sido modificadas as forças políticas e econômicas do governo Castelo Branco, a partir de 1967, com a entrada de Costa e Silva e seu ministro Delfim Netto, descrente do direcionamento econômico dado pelo gestor anterior e em forte oposição ao que preconizava o PAEG, houve uma leve esperança de uma guinada desenvolvimentista no governo militar, o que deixaria para trás a concepção monetarista de controle inflacionário como norteadora da política econômica.

---

[238] Tavares e Belluzzo consideram o período que vai de 1967 a 1970 como a etapa de recuperação da indústria brasileira, cujos fatores podem ser resumidos nos seguintes: reforma fiscal e financeira de 1966, que melhorou as condições do gasto público e investimento ligado à construção civil; a modificação nas tarifas dos serviços de utilidade pública, com elevação e reestruturação dos preços, reanimando o setor de energia elétrica; a operação do sistema institucional de crédito ao consumidor acompanhado da correção monetária, recobrando a demanda da indústria automobilística e de outros bens de consumo duráveis; o sistema financeiro de habitação, que impulsionou a construção civil residencial; os incentivos às exportações, que permitiram subsídios à produção têxtil e de maquinaria; e a própria política salarial, que acabou por favorecer a concentração de renda e realimentar o consumo da classe média alta. TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984, p. 127-128.

[239] O insucesso do plano deu-se em razão da modificação das condições políticas necessárias ao seu prosseguimento. A escolha de Costa e Silva, de não seguir o plano, foi feita à revelia de Castelo Branco e o novo governante tinha a intenção de implantar novamente a democracia representativa, além da indisposição de Costa e Silva para seguir um planejamento que sua gestão não havia elaborado. IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. São Paulo: Civilização Brasileira, 2a ed., 1977, p. 233-238.

No ano de 1968 é colocado em prática o Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED).[240] O plano tinha como filosofia o desenvolvimento econômico e social e os caminhos para alcançá-lo seriam por meio do fortalecimento da empresa privada nacional, a estabilidade de preços sem imposição de metas específicas para inflação, a reversão da tendência às estatizações, fortalecimento do mercado interno objetivando a sustentação da demanda de bens de consumo e, "em complemento à poupança interna, e dada sua contribuição ao progresso tecnológico, o capital externo será admitido como instrumento de aceleração do desenvolvimento".[241]

O diagnóstico, quanto ao período anterior, era o de que havia um debilitamento do setor privado, resultante, dentre outras causas, da redução de liquidez, que, por sua vez, decorria da expansão rápida de custos financeiros (juros), do controle quantitativo do crédito e da injeção maciça de papeis do governo no mercado de capitais em condições extraordinariamente atraentes.

O diagnóstico da inflação passa, portanto, a ser outro. Diferente da concepção anterior, marcadamente ortodoxa, que relacionava a inflação a um problema de demanda, o governo Costa e Silva concluiu ter sido a inflação um fenômeno causado por múltiplas causas, a depender da conjuntura econômica, e no período seu aumento teria sido influenciado pela elevação da taxa de juros, pelo aumento do custo médio resultante de menores vendas e pela ação das expectativas.[242] A flexibilidade com relação aos índices inflacionários indicava que haveria maior espaço para a implementação de políticas voltadas ao crescimento econômico, pois a natureza do diagnóstico elaborado por Delfim Netto pressupunha que a continuidade da política de contenção da oferta de moeda e crédito, somada ao ajuste fiscal e congelamento salarial, induziria, contrariamente ao planejado, ao estancamento do desenvolvimento e diminuição do ritmo de investimento.[243]

---

[240] Para Hermann, o "PED foi um plano mais 'desenvolvimentista' que o PAEG, prevendo a continuidade do combate gradual à inflação, mas acompanhado de investimentos públicos e políticas propícias à recuperação dos investimentos privados. É claro, porém, que o fato de a inflação já ter sido significativamente reduzida nos anos anteriores facilitou a adoção de um plano dessa natureza em 1968, bem como a manutenção dessa linha de ação no governo Médici (1969-1973)". HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973). GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 89.

[241] BRASIL. Ministério do Planejamento e Coordenação Geral. **Diretrizes de governo – Programa Estratégico de Desenvolvimento**, Julho, 1967, p. 11.

[242] Ibid., p. 20-21.

[243] HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973), op. cit., p. 84.

Seguindo as diretrizes do Plano, durante o período, houve maior disponibilidade de financiamento externo e interno para fins produtivos.[244] Com efeito, ante a contenção do crédito da gestão Campos-Bulhões, pois concebido o problema da demanda como causadora de inflação, as reformas empreendidas pelo governo Castelo Branco no sistema financeiro começavam a se consolidar apenas no governo de Costa e Silva, principalmente com o aprimoramento do Sistema Financeiro de Habitação por meio do FGTS.

No entanto, ancorado ainda mais fortemente pelo ideal do centralismo autoritário e da forte autonomia dada à política econômica por meio do AI-5, principalmente a partir da entrada de Médici no Poder Executivo, a fim de que "a política governamental pudesse ser formulada e executada com um mínimo de obstáculos e distorções e o máximo de eficácia"[245], Delfim Netto tomou as rédeas do país e, abandonando o planejamento estratégico de longo prazo e a "modéstia então dominante" expressa no PED[246], passou a perseguir objetivos de curto prazo.

De acordo com Maria da Conceição Tavares, durante a gestão do "superministro"[247]:

> Nessa fase de pragmatismo eufórico, removeram-se todos os traços da ortodoxia anterior. O Conselho Monetário, subordinado integralmente ao ministro da Fazenda, tornou-se dócil instância homologatória das decisões deste, pela mera conveniência de revesti-las de legitimidade num colegiado formal. O Orçamento Monetário já vinha perdendo sua função de instrumento de controle da moeda e do crédito, mas agora, crescentemente, se transformava numa das alavancas mais poderosa de intervenção direta do Estado na economia pela manipulação das linhas de fomento do Banco Central.[248]

Nesse ínterim, foi lançado o I Plano Nacional do Desenvolvimento, mesmo ante as declarações de Delfim Netto quanto à ineficácia de planos de desenvolvimento

---

[244] "Coerentemente com o novo diagnóstico, buscou-se reduzir as taxas de juros. Isso foi feito de forma direta, no caso dos empréstimos do Banco do Brasil, e por meio de tentativas de "acordos de cavalheiros" com a banca privada, culminando na fixação de um teto, no caso das operações de desconto dos bancos comerciais, determinada pela Resolução 72, de novembro de 1967 (com resultados práticos no mínimo duvidosos)". MACARINI, José Pedro. A política econômica do governo Costa e Silva (1967-1969). **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 10(3): 453-489, set./dez. 2006, p. 462.

[245] IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. São Paulo: Civilização Brasileira, 2a ed., 1977, p. 247.

[246] MACARINI, José Pedro. A política econômica do governo Costa e Silva (1967-1969), op. cit., p. 479.

[247] Pouco antes da entrada de Médici, ainda na gestão Costa e Silva, foi editado o Ato Institucional nº 5, com o fechamento do Congresso Nacional, suspensão das garantias constitucionais e o início dos "anos de chumbo". O fortalecimento ainda maior do Poder Executivo deixou o campo livre para imposição de políticas econômicas arbitrárias. O silenciamento da imprensa e da oposição também proporcionou um grau de autoritarismo antes não imposto pelos militares, que puderam, sem embaraços, colocar para frente os planos do "capitalismo selvagem".

[248] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 29.

"futurólogos"[249]. O plano previa um amplo programa para financiamento do capital privado, com o incentivo às fusões no sistema financeiro para formação de conglomerados nas instituições entre si e entre grupos empresariais, com vistas ao aumento de sua eficiência.

O objetivo de criação da "grande empresa nacional"[250] por meio de fusões e aquisições também era um dos principais elementos diferenciadores do plano, sob a justificativa de que o modelo tinha sido responsável pelo sucesso econômico dos países centrais.[251]

O incentivo ao endividamento externo foi a máxima do período, concebido como elemento fundamental para o crescimento econômico, tendo em vista a dificuldade na formação da poupança interna típica de um país subdesenvolvido. A forte entrada de recursos no país, como continuidade da abertura financeira do governo Castelo Branco, foi tomada como uma das responsáveis pelo sucesso econômico do período, principalmente pela capacidade desse artifício para gerar o equilíbrio da balança de pagamentos. Além disso, o plano, a pretexto de adequar o nível de liquidez da autonomia, previu o aperfeiçoamento do mercado de capitais com a manipulação intensificada das Letras Nacionais do Tesouro (LTN).[252]

A pretexto também de incentivar a formação de poupança interna, foram distribuídos incentivos tributários para desafogar o excesso de extração de renda sobre as pessoas físicas, numa manobra que tornava ainda mais regressivo o sistema tributário. Assim, "estava balizado, como visto, pelo sistema de incentivos e subsídios generalizados"[253] o favorecimento exclusivo à acumulação.

Foram concedidos incentivos impulsionadores para todos os setores, de modo que houve, paralelamente, entre 1969 e 1974, um aumento de crédito, exportação,

---

[249] NETTO, Delfim. Dêem-me o ano e fiquem com a década. **Estudos Econômicos Brasileiros**. Edições APEC, n. 7, 1970.

[250] Delfim Netto acreditava que a união da empresa privada nacional com bancos comerciais, em direção à formação de conglomerados, seria a resposta para realizar a centralização necessária ao equilíbrio do tripé. A concepção se baseava nos conglomerados da Alemanha e do Japão. O projeto não foi acolhido pelo II PND por falta de interesse tanto dos bancos nacionais como das empresas, satisfeitos com os elevados privilégios de manterem-se em suas estruturas. Sobre o projeto: MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973). **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 3 (31), p. 343-369, dez. 2007; além da importante contribuição de Maria da Conceição Tavares na obra "Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Rio de Janeiro: Zahar, 1974".

[251] BRASIL. **I Plano Nacional de Desenvolvimento (PND)**. 1972-74, p. 21.

[252] Ibid., p. 52.

[253] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 33.

importação, acúmulo de reservas cambiais, aumento de concentrações decorrentes do incentivo a fusões e aquisições.

Às custas do alto volume de endividamento, as indústrias se modernizaram com base nas importações financiadas e o consumo dos bens produzidos.

Os objetivos de curto prazo do governo, então, foram concretizados. A inflação foi diminuída para o nível de 19% em fins de 1973 e o produto interno bruto cresceu numa média anual de 11%, liderado pelo setor de bens de consumo duráveis e, em menor nível, pelos bens de capital.[254]

Os dois períodos analisados, 1964-1966 e 1967-1973, foram marcados por políticas econômicas que pretendiam a concretização de objetivos similares: combate à inflação, promoção do crescimento econômico, aumento das exportações e substituição de importações. As duas fases se distinguem, no entanto, em razão do ambiente em que foram implementadas as políticas econômicas.

O primeiro período, assolado pela crise pela qual passava o Brasil, pretendeu, minimamente, estabilizar a inflação e implementar reformas estruturais no sistema financeiro, tributário e administrativo necessárias aos projetos de crescimento econômico requeridos pelos militares e setores empresariais da burguesia nacional e internacional. Apesar de não ter conseguido atingir as metas de inflação e equilibrar a balança de pagamentos, Castelo Branco conseguiu, ancorado sobre o planejamento econômico, adequar o país para o crescimento posterior. O segundo período, portanto, aproveita-se das reformas ortodoxas empreendidas no início do governo militar e, às custas de imenso sacrifício social, consegue avançar economicamente.

O terceiro período, que vai de 1974 a 1979[255], é comandado por João Paulo Veloso, na pasta de Planejamento, e por Mário Henrique Simonsen como ministro da

[254] Uma análise detalhada sobre os números referentes ao crescimento econômico do período pode ser encontrada em: VELOSO, Fernando A. VILLELA, André. GIAMBIAGI, Fabio. Determinantes do "milagre" econômico brasileiro (1968-1973): uma análise empírica. **RBE Rio de Janeiro**, v. 62 n. 2, p. 221–246, abr./jun., 2008.

[255] O período de 1970 a 1973, considerado como o auge do ciclo de crescimento econômico, é interrompido com a desaceleração que vai até o ano de 1977: "A taxa de acumulação já havia, porém alcançado para o conjunto da indústria, cerca de 35% em 1973, o que implicaria, para manter o mesmo ritmo, dobrar, em três anos, a capacidade da indústria de transformação em seu conjunto. Não podendo isto ocorrer, mas mantendo-se elevada a expansão da capacidade produtiva no período 1974-77, cria-se uma tendência à sobreacumulação que gera um *gap* dinâmico entre a capacidade produtiva e a demanda efetiva da indústria. Já em 1974, isto se torna manifesto quando, mantido o ritmo de acumulação de capital, a produção industrial se desacelera e começa a produzir-se uma tendência recessiva, com problemas de realização dinâmica crescentes (...)". TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Notas sobre o processo de

Fazenda. A gestão de Ernesto Geisel pega um Brasil afoito pelo "milagre econômico" do período anterior. Na ânsia de tomar medidas continuativas ao quadro econômico, nem o aumento súbito do preço do petróleo em 1973, devastador em termos do custo das importações do produto e derivados e que gerou uma crise no comércio mundial, alterou o ânimo dos militares. A crise, de acordo com o discurso oficial, era mais um movimento passageiro na dinâmica das relações entre os países.

Geisel tinha três opções de resposta à crise do petróleo: a alternativa radical de reestruturar completamente a dinâmica de crescimento e financiamento até então experimentada pelo Brasil; a alternativa conservadora e lógica diante da crise mundial, diminuindo ritmo do crescimento econômico e entrando numa recessão; a alternativa – também radical – de preservar o nível de crescimento econômico e diversificar a estrutura produtiva. Foi essa última a frente optada pelo governo militar.

Para o discurso oficial, o Brasil estava num nível de desenvolvimento obtido nos períodos anteriores que lhe propiciava as condições necessárias para continuar a crescer sem sacrifícios. O bom desempenho do período passado legitimava a alternativa pela ininterrupção com intensificação do crescimento econômico.

Para os militares, a composição do comércio exterior do país, com sua expansão e diversidade, assim como a posição intermediária do Brasil, de não ser completamente dependente da importação do petróleo, a alta credibilidade do país no mercado financeiro internacional, pois um polo de atração de recursos por ser uma "ilha de prosperidade", e a segurança da alta performance de crescimento obtida ao longo dos anos, foram pontos que fizeram perpetuar a crença na superação da crise internacional.[256]

Do "capitalismo selvagem" de Delfim Netto, o país caminha para o sonho do Brasil potência e para a superação do subdesenvolvimento, tendo como princípio norteador o segundo – e "megalomaníaco" [257] – Plano de Desenvolvimento Econômico de 1974.

---

industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984, p. 129-130.

[256] LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento**, 1974/76: sonho e fracasso. 2a ed. Campinas: IE – Unicamp, 1998, p. 40-43.

[257] A expressão foi cunhada por Maria da Conceição Tavares e José Carlos de Assis ao tratar do ambicioso plano econômico em plena crise do petróleo, pois: "Pretendia-se, nada menos do que, de forma simultânea, concluir o ciclo de instalação da indústria pesada, acabar de internar a indústria de bens de capital e completar o parque industrial de insumos básicos e de bens intermediários; e expandir os serviços de infraestrutura econômica a cargo das empresas e autarquias estatais, sobretudo nos setores de energia, transportes e telecomunicações". TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 43.

De um modo geral, o plano tinha como norte a ampliação dos investimentos no sentido de transformar a estrutura produtiva e superar os desequilíbrios externos, alçando o Brasil ao nível de desenvolvimento dos países centrais.

Na concepção de Maria da Conceição Tavares e Belluzzo, o projeto nascia fadado ao fracasso:

> Assim, a hipótese de reforçar o poder nacional ou de desenvolver as forças produtivas, por meio do crescimento auto-sustentado do departamento de bens de produção, implica uma modalidade *sui generis* de capitalismo de Estado, pois tanto sua base real produtiva, quanto sua base social de apoio, são muito estreitas. O projeto do Estado Nacional autoritário levantado em 1974 não só não conta com apoio popular, porque nada tem a ver com ele, como conta apenas, do ponto de vista das classes dominantes, com um setor restrito da grande empresa internacional (os setores cartelizados de bens de equipamento pesado), de uma fração da mecânica pesada nacional e do bloco das grandes firmas de engenharia e construção. Daí a grita contra a estatização. À margem do movimento de acumulação industrial, mas beneficiando-se dos excedentes não-reinvertíveis da grande empresa e valendo-se da aceleração inflacionária, provocada por uma forte inversão nas tendências dos preços, prospera o setor financeiro, a quem o endividamento interno e externo favorece sobremaneira.[258]

Segundo Carlos Lessa, a estratégia de desenvolvimento do plano era integrada por duas diretivas: a montagem de um novo padrão de industrialização que transferia a centralização da indústria de bens duráveis para a de indústria de base; e um novo formato para a organização industrial, fortalecendo o capital privado nacional de modo a reequilibrar o tripé e, posteriormente, este se tornar hegemônico frente o capital privado internacional e as empresas estatais. Para esse fortalecimento e para fazer frente à competição internacional, o governo militar considerava imprescindível a internalização do desenvolvimento de pesquisa e tecnologia.[259,260]

O aprofundamento das relações externas com a continuidade do ritmo das exportações, a modificação da composição das importações e a manutenção do

[258] TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984, p. 133.

[259] LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento**, 1974/76: sonho e fracasso. 2a ed. Campinas: IE – Unicamp, 1998, p. 36.

[260] Sobre as estratégias e fracasso do II PND, Ricardo Carneiro faz uma importante síntese entre as principais frentes argumentativas, dentre as quais pode ser destacada a visão de Antonio Barros de Castro e Francisco Eduardo Pires de Sousa (CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA. Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985), contrária à de Carlos Lessa. Uma outra visão, mais alinhada à deste último, pode ser encontrada no livro "Ciclo e Crise" de Maria da Conceição Tavares. Uma importante análise também é feita por Luciano Coutinho e Luiz Belluzzo no artigo "Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981 (COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984, p. 159-194).

endividamento externo eram as principais formas de viabilizar esse núcleo central, tendo em vista o sucesso das políticas do período anterior.[261]

O fortalecimento de uma das bases do tripé, enfraquecida durante os períodos anteriores, conciliava-se com o espaço de atuação das empresas estrangeiras e das estatais. À empresa nacional seria reservada a indústria de bens de capital e parte da petroquímica, sendo financiada pelo crédito subsidiado do BNDE.

A oferta de crédito internacional permanecia abundante em razão da reciclagem dos dólares lançados aos mercados financeiros pelos países produtores de petróleo. A moeda norte-americana, na tentativa de recompor sua hegemonia, procurava mercados para se instalar e o Brasil era um dos poucos países que demonstravam capacidade – e muita vontade – de abocanhar dinheiro para expansão interna. O controle sobre a dívida externa era clamado pela propaganda militar como um dos principais sucessos dos planos de desenvolvimento.

A crise internacional fazia com que aumentasse o contingente de importações por causa das demandas internas especulativas e diminuísse a demanda pela exportação de bens. Para facilitar a entrada de dólar e equilibrar a balança de pagamentos, o governo intensifica os estímulos para captação de crédito no exterior e retrai, por meio da imposição de taxas de juros proibitivas, a oferta de crédito nacional.

No entanto, o setor bancário internacional não costumava ceder crédito quando a motivação do país se concentrava meramente no ajuste da balança de pagamentos. A alternativa para isso foi mascarar os empréstimos como financiadores de projetos específicos. As empresas estatais e até algumas autarquias foram utilizadas à larga escala como instrumentos captadores de recursos externos durante toda a década de 1970 e início de 1980, estatizando a dívida externa. Some-se a isso o direcionamento do crédito do BNDE à iniciativa privada e o aumento da taxa de juros interna com o fim justamente de fazer com que o diferencial de juros pendesse para o lado do crédito externo.[262]

O resultado foi mesmo o esperado: progresso no investimento público e recuperação do nível das reservas internacionais a partir de 1976. Por isso, a despeito da queda do investimento privado desde a eclosão da crise do petróleo, que não conseguiu ser

[261] LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento**, 1974/76: sonho e fracasso. 2a ed. Campinas: IE – Unicamp, 1998, p. 18-19.
[262] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 57.

reanimado nem com a total disposição do BNDE para esse fim, o crescimento econômico foi sustentado.

Os setores de bens de consumo durável e não-durável observaram uma queda de demanda em razão da aceleração inflacionária e do corte de crédito ao consumidor; as multinacionais, com a desaceleração do consumo, passaram a se deslocar da indústria para o investimento especulativo, mercado de terras e agroindústria.

A partir de 1979 o ritmo dos grandes programas estatais foi reduzido, e com ele as expectativas dos setores domésticos que dependiam do crescimento desse setor para vender seus equipamentos. A capacidade gerada pelas novas atividades não foi acompanhada pela demanda dos novos produtos.

Houve, então, uma onda generalizada de insatisfação com o governo militar, sob diversas matizes, inclusive pela elevada intervenção no domínio econômico. A manutenção de altas taxas de juros para controle de inflação e a administração da dívida externa, no entanto, ainda era entoada aos cantos por todos os setores. Para Ricardo Carneiro:

> Os desequilíbrios da estrutura produtiva da economia brasileira não equacionados com a opção de 1974 merecem ser destacados, pois constituem uma importante herança para a década seguinte. Ficou evidente a crescente desarticulação do padrão de crescimento, em especial quanto à associação dos investimentos públicos e privados. Desarticulam-se também os investimentos industriais, principalmente pelo sobredimensionamento da indústria de bens de capital. Por fim, o ajuste insuficiente do comércio exterior, por meio de elevados subsídios às exportações, pela crescente dependência da energia importada, e das importações de bens de capital, caracterizou a permanência da vulnerabilidade externa.[263]

É nesse contexto que toma posse o último presidente da ditadura militar. Figueiredo une duas figuras determinantes, porém com visões completamente distintas, Simonsen e Delfim Netto, para dar um ar de heterogeneidade à nova equipe.[264]

O programa de austeridade imaginado por Simonsen para os anos seguintes, em razão da forte recessão que o cenário internacional demonstrava por causa da segunda crise do petróleo[265], caiu para dar lugar à antítese de Delfim Netto, que reformulou a equipe do Ministério de Planejamento para constar aqueles mesmos que compuseram o grupo da gestão Médici responsáveis pelo "capitalismo selvagem" do "milagre econômico".

---

[263] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002, p. 82.
[264] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 69.
[265] HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 108.

O cenário era de aparente estabilidade. Reservas cambiais em limites satisfatórios, os preços do petróleo haviam voltado à normalidade, as exportações iam bem, e apenas a inflação permanecia. A solução para a elevação dos preços foi novamente o aumento da taxa de juros e corte nos gastos públicos, tornando restrita, por conseguinte, a política de crédito nacional.

O objetivo da política econômica era bastante similar ao "capitalismo selvagem" do milagre econômico. Iniciou maxidesvalorizando o cruzeiro em 30% para incentivar as exportações. Com a valorização do dólar, o baque foi sentido de imediato pelos tomadores de recursos externos e para os investidores diretos, que não enfrentavam abalos desde 1968. De acordo com Conceição Tavares e José Carlos de Assis, para fins de incentivos de exportação, a maxidesvalorização pouco fazia efeito, pois apenas substituía outros instrumentos, como o programa de desvalorização acelerada de câmbio e o crédito-prêmio. A intenção real seria mesmo a de compensar os exportadores de manufaturados.[266]

Por outro lado, após o segundo choque do petróleo, em 1979, a oferta de crédito externo foi imediatamente restringida, num cenário bastante diferente do acesso fácil e barato da primeira gestão de Delfim. Além disso, Paul Vocker, presidente do Fed, no mesmo ano, aumenta exponencialmente a taxa de juros do país, surtindo efeito também na taxa libor, de Londres.[267] A atitude do ministro foi tentar romper com a dependência do crédito internacional e retomar o projeto de fortalecimento do sistema financeiro nacional como principal financiador do desenvolvimento.

Os primeiros meses de 1980 proporcionaram, à revelia do movimento recessivo exterior, um crescimento de 8% na economia brasileira. No entanto, no mesmo ano a alta dos preços decorrente da maxidesvalorização levou à especulação por via das matérias-primas e imóveis, aumentando o ritmo das importações. A restrição do crédito externo não permitia que fosse dada a mesma solução de outrora para equalizar a balança de pagamentos, nem para recompor as reservas internacionais e nem para abastecer a poupança viciada do sistema financeiro nacional.

Contrariamente ao seu estilo, e seguindo a anterior alternativa encampada por Simonsen, a atitude de Delfim foi apresentar um pacote econômico de austeridade para todos os setores da economia. Nesse meio tempo, buscou a todo custo o crédito internacional,

[266] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 71.
[267] GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. São Paulo: Record, 2003, p. 75-76.

"vendendo em contrapartida tudo e a qualquer preço – de Carajás ao mercado interno de bens de capital", numa atitude que visava contornar um grande problema a curtíssimo prazo. A garantia para os empréstimos conseguidos foram as estatais, que inventavam projetos para conseguir créditos condicionados à importação de bens desnecessários e que ficaram relegados aos seus quintais. [268]

Em 1981 a economia brasileira apresentou um produto bruto de 3,5% negativos. Os militares insistiram na redução dos gastos públicos, com efeito negativo sobre a receita tributária, produzindo mais déficit e mais necessidade de corte para equilibrar o orçamento.

O ápice da crise foi a moratória do México, em 1982. A fonte de crédito internacional, já escassa, agora era impossível de ser alcançada. Com ela veio o esgotamento da reserva cambial brasileira e a inviabilidade de rolar a dívida. Os credores bateram à porta e o governo brasileiro pediu socorro ao Fundo Monetário Internacional.

Em 1983, após algumas rodadas de negociação, o governo militar, politicamente esgotado, impõe uma política de recessão sem precedentes a fim de cumprir o acordo com o FMI, acompanhado de um reajuste salarial que gerou efeitos devastadores sobre as rendas das famílias e da classe média. O objetivo era pagar todo o serviço da dívida. A exportação foi intensificada e a importação caiu, gerando superávit da balança comercial. Por sua vez, a inflação dobrou e atingiu o patamar de 200%. O acerto com os credores, consequência de uma dívida anômala e má administrada, dava-se às custas do sacrifício do povo brasileiro.

Fiori, acertadamente, define esse momento como "encilhamento financeiro geral":

> Por fim, a exaustão do cadente financiamento externo, a partir de 1982, somada à recessão e o endividamento interno e externo, quase todo, agora sob responsabilidade pública, exponenciam, a partir daí, o que então se explicita definitivamente, como coração da crise: o encilhamento financeiro geral, que destrói qualquer possibilidade de relançamento continuado da economia e implode o Estado desenvolvimentista no momento da transição democrática.[269]

A crise da dívida externa marca o fim do regime autoritário e dá origem à "década perdida", fundamentalmente guiada pelos ajustes impostos pelo FMI, quando o Brasil apresenta baixas taxas de crescimento e altos índices de inflação, que durante todo o decênio foram alvo de três fracassados planos de estabilização.

---

[268] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 75.
[269] FIORI, José Luís. **Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira**. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988, p. 168.

II.3. Um sistema financeiro reestruturado para a produção

O cenário econômico na primeira metade da década de 1960 consolidava-se com uma indústria completa de bens de produção e de consumo durável, embora contasse com uma baixa capacidade de consumo interno desses produtos.

Como mencionado no tópico anterior, havia uma deficiência quanto aos mecanismos de financiamento dos setores públicos e privados essenciais à continuidade do plano de desenvolvimento do parque produtivo iniciado no Plano de Metas. A situação se agravava devido ao alto e instável índice inflacionário, que obstava a celebração de contratos financeiros de longo prazo. Não apenas a produção de bens duráveis esbarrava-se no problema do financiamento, mas o próprio consumo desses bens pela população necessitava ser ampliado.

Para Maria da Conceição Tavares, "de longe, o lado mais claramente atrasado, em comparação com as economias capitalistas maduras, parecia ser o setor bancário e de intermediação financeira em geral"[270].

No plano político autoritário, o Estado havia alargado as suas bases de influência, com diversificados instrumentos de política econômica à disposição.

O sistema financeiro brasileiro precedente ao regime civil-militar ainda não possuía aparelho institucional hábil a suprir a demanda de recursos financeiros de origem interna de curto, médio e longo prazos gerada durante o processo de substituição das importações, momento que correspondeu ao crescimento intensificado e substancial da indústria.[271]

Sobre o financiamento durante o processo de substituição das importações, Celso Furtado:

> [s]em incrementar a capacidade de financiamento, não seria possível levar adiante o esforço de investimento infra-estrutural exigido pela reordenação espacial, requerida para transformar uma economia primário-exportadora em um sistema industrial centrado no mercado interno. Também pouco seria factível aumentar a participação da produção de bens de capital no produto interno sem criar fortes tensões inflacionárias. Aumentar o esforço de poupança e canalizar os investimentos em função de prioridades claramente definidas era o desafio que se

[270] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. 2a ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1986, p. 16.
[271] ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. Dissertação (Mestrado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980, p. 28.

> colocava ao Brasil no começo dos anos 60, se o que se almejava era elevar o nível de vida da massa da população e preservar a autonomia de decisões.[272]

No início do governo militar, o financiamento do crescimento econômico esbarrava-se em três impasses: a política de preços, o sistema financeiro e o sistema tributário. O controle de preços inibia a capacidade de gerar lucros e, por consequência, a própria capacidade de autofinanciamento das empresas, ocasionando déficits operacionais em alguns setores. Já os bancos encontravam dificuldades para inserir os haveres não monetários no mercado, retraídos ao limite de 12% ao ano das taxas de juros[273] e, devido ao aumento da inflação, receavam lançar títulos a longo prazo.[274] Também a estrutura do sistema financeiro era pouco diversificada, com divisão de tarefas pouco clara, o que impedia o direcionamento de políticas no sentido de impulsionar setores específicos.

As mudanças na dinâmica industrial exigiam intermediadores financeiros que pudessem conceder créditos à médio e longo prazo, atividade praticamente restrita às instituições bancárias comerciais. O desenvolvimento do mercado de capitais, por sua vez, daria mais liquidez às transações e proporcionaria a diversificação dos instrumentos de captação por parte das sociedades anônimas.

Além disso, na ausência de um Banco Central, a administração do sistema financeiro era comandada pelo Tesouro Nacional (função de emitir papel moeda), pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) (função normativa e fiscalizadora) e pelo Banco do Brasil (função de banco comercial, banco do Tesouro e banco de fomento – núcleo central do sistema; era a instituição que exercia as funções executivas de Banco Central).

O sistema bancário-comercial se concentrava nas regiões Sul e Sudeste do país e, entre a década de 1920 e 1950, havia se multiplicado em decorrência do processo de industrialização. Considerando a dificuldade de obtenção de crédito a longo prazo, ante o desestímulo causado pela alta inflação e a inexistência de instrumentos legais de correção monetária, a elevada quantidade de agências bancárias propiciava ao sistema operar com índices de alta lucratividade – a diferença entre a taxa nominal de juros (limitada pela lei da usura) e as taxas efetivamente cobradas permitia a obtenção de excedentes elevados.

---

[272] FURTADO, Celso. **O Brasil pós-milagre**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983, p. 38.
[273] Cf. Decreto nº 22.626 de 1933 (lei da usura) e artigos 947, §1º e 1.258 do Código Civil de 1916 (cláusula ouro).
[274] SILVA, Adroaldo Moura da. **Intermediação financeira no Brasil**. São Paulo: FIPE/USP, 1979, p. 6-7.

Os recursos para investimento de médio e longo prazo restringia-se às intermediações realizadas pelos bancos de fomento. O Banco do Brasil, responsável pelo financiamento do setor rural e de pequenas e médias empresas industriais (Carteira de Crédito Agrícola e Industrial – CREAI)[275]; o BNDE, responsável por suprir as necessidades financeiras dos empreendimentos estatais que exigiam a emissão de volumes elevados de capitais, como era o caso das siderurgias, dos transportes e da energia elétrica[276]; e os bancos de fomento voltados ao desenvolvimento típico de determinadas regiões – o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e o Banco de Crédito da Amazônia – e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo (BNCC), que manejava os recursos da taxa sobre comercialização de produtos rurais das cooperativas.[277]

A intermediação não-bancária era também integrada pela agência estatal e Caixas Econômicas Federais. A primeira restringia-se ao financiamento das obras de infraestrutura, subsidiada pelo Tesouro Nacional; a segunda, abreviava-se à administração de depósitos remunerados, com taxa abaixo do nível da inflação e cujos recursos eram aplicados aos empreendimentos habitacionais.[278]

Assim, mesmo após a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE), em 1952,[279] e o frequente uso das sociedades de crédito, financiamento e investimento ("financeiras") para suprir a demanda de crédito a médio prazo, também a partir do início da

[275] O Banco do Brasil era responsável, antes da reforma, por mais de 35% do crédito concedido ao setor privado.
[276] Sobre a atuação do BNDES no planejamento do desenvolvimento econômico, conferir: MEDEIROS, Lea Vidigal. **Direito econômico e superação do subdesenvolvimento**: BNDES e planejamento. Dissertação (Mestrado): Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2016.
[277] O Banco do Brasil foi criado no ano de 1808, por alvará do príncipe regente D. João; o BNDE, pela Lei nº 1.518 de 1952; o Banco do Nordeste do Brasil, pela Lei nº 1.649/1952; o Banco de Crédito da Amazônia, pelo Decreto Lei nº 4.451/1942 (na origem denominado "Banco de Crédito da Borracha"); e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo, criado pelo Decreto-Lei nº 5.893/1943 (na origem denominado "Caixa de Crédito Cooperativo").
[278] SILVA, Adroaldo Moura da. **Intermediação financeira no Brasil**. São Paulo: FIPE/USP, 1979, p. 8.
[279] O BNDE foi criado por meio da Lei nº 1.518 de 1952 e, de acordo com a mensagem presidencial enviada ao Congresso Nacional no mesmo ano, o projeto de lei refletia "o traço que o marcou desde a sua concepção: a função de instrumentar a capacidade técnica e financeira do Estado para o planejamento do desenvolvimento. Vargas ressalta expressamente que o banco surge no quadro de um 'plano geral de investimentos para o progresso econômico e social do país', impossível de ser implementado sem bases financeiras e administrativas que permitissem a efetiva realização dos projetos necessários. Ressalta ainda a preocupação em articular os investimentos públicos na indústria (básica) com investimentos de caráter social e ampliação do acesso a serviços públicos essenciais, como moradia popular, fornecimento de água, saneamento, comunicações e energia, e a conveniência de coordenação e cooperação entre programas de desenvolvimento federais e estaduais". MEDEIROS, Lea Vidigal. **Direito econômico e superação do subdesenvolvimento**: BNDES e planejamento. Dissertação (Mestrado): Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

década de 1950,[280] o sistema permanecia sem o ânimo para suprir as necessidades de financiamento das empresas públicas e privadas.

O mercado de capitais era também pouco expressivo e a captação de recursos para inversões era realizado por meio de financiamento do BNDE, no caso das grandes empresas estatais, e pelo autofinanciamento e aquisição de crédito no mercado externo, no caso das multinacionais.

Nesse contexto, após a deposição forçada do governo de João Goulart pelos militares em 1º de abril de 1964, iniciou-se um período de reformas estruturais marcadas pelo autoritarismo social, político e econômico.

Junto à ditadura civil-militar, cujo regime político fora apoiado e mantido pelas grandes empresas e governo norte-americano, veio a reorganização de caráter estrutural do mercado e do sistema produtivo com as respectivas modificações das operações financeiras, comerciais e industriais[281] em favor de um plano político que nascia amparado pelas classes dominantes.[282]

O PAEG previa, para a reforma bancária, dois principais objetivos: o estabelecimento de um Banco Central e maior autonomia às autoridades monetárias. A política financeira governamental, por intermédio do Banco Central, seria direcionada para disciplinar a evolução da situação financeira geral da economia (interna e externa) e distribuir os recursos disponíveis por meio de bancos oficiais entre as atividades e regiões mais necessitadas. Já as autoridades monetárias teriam autonomia relativa em razão da coordenação entre política fiscal e monetária, de desenvolvimento e para dar uma maior flexibilidade ao governo federal.[283]

---

[280] Apesar de terem origem em meados dos anos 1940, as financeiras foram regulamentadas apenas em 1959 por meio da Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda. Os empréstimos eram concedidos no formato de aceites cambiais e mediante remuneração à elevadas taxas, mas ainda assim abaixo das taxas de inflação. Era frequente, durante o período, a associação entre tais sociedades e os bancos comercias, o que assegurava grandes lucros para as entidades bancárias com o diferencial entre as taxas de juros cobradas nos empréstimos de curto prazo e pagas aos depositantes. Um histórico detalhado sobre a atuação das financeiras pode ser encontrado em: ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. Dissertação (Mestrado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980.

[281] FERNANDES, Florestan. **A revolução burguesa no Brasil**: ensaio de interpretação sociológica. 5a. ed. São Paulo: Globo, 2006, p. 264.

[282] "Assim, o sistema de alianças que levou ao golpe militar de 1964 teve como consequência uma condução da economia direcionada a certos grupos apoiadores do regime, o que foi reforçado e consolidado pelo modelo político ditatorial, que, se não chega a estimular a apropriação do público pelo privado, certamente não a repudia". TAVARES, André Ramos. Facções privadas e política econômica não-democrática da ditadura brasileira. **Revista Brasileira de Estudos Constitucionais - RBEC**, Belo Horizonte, ano 9, nº 32, maio/agosto 2015, pp. 1047-1066, p. 1056.

[283] BRASIL. **Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)**, 1964, p. 73.

A política bancária seria destinada a fortalecer o sistema creditício e seria ajustada conforme as necessidades de combate à inflação e de estímulo ao desenvolvimento.

Constava também no plano a política de incentivos fiscais e reorganização da bolsa de valores para a evolução do mercado de capitais, evidenciando o estímulo à abertura de capital pelas sociedades anônimas para compatibilizar o controle democrático da empresa.[284]

O PAEG também previa um grande plano de incentivo à criação de mecanismos creditícios para a política habitacional, como a criação do Banco Nacional de Habitação para supervisionar, controlar e coordenar a estrutura financeira do projeto.[285]

De acordo com o governo civil-militar era preciso uma profunda reforma e regulamentação do sistema bancário e do mercado de capitais a fim de retomar os investimentos públicos e privados, em formato insuficiente à continuidade do programa industrial do Brasil.

Com isso, seria desafogado o peso do BNDE como mobilizador e distribuidor exclusivo de recursos para os grandes investimentos e estimularia o incremento da poupança interna, tendo em vista que "a estrutura de financiamento consiste na forma específica pela qual a economia financia seus gastos públicos e privados, a natureza da atividade de intermediação e a solidez e natureza da moeda nacional"[286].

Poucos meses após o golpe, e ausentes os debates democráticos que uma mudança dessa magnitude exigiria, já havia um pacote de instrumentos legais que expandiu, diversificou e, sobretudo, fortaleceu, o sistema financeiro nacional.

O diagnóstico sobre as deficiências do sistema financeiro nacional, em consonância com os projetos formulados pelo PAEG, foi dado por Mário Henrique Simonsen em 1965 e enxergava como a grande lacuna a inexistência de instituições financeiras privadas especializadas no crédito a longo prazo, até então concentrado em instituições públicas. A ideia seria criar novas instituições, como os bancos de investimento, e compartimentalizar o sistema, baseando-se na estrutura financeira norte-americana; os demais setores seriam apenas reparados para neutralizar as dificuldades internas. Quanto às

[284] BRASIL. **Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)**, 1964, p. 74.
[285] Ibid., p. 88.
[286] ALMEIDA FILHO, Niemeyer. **Os limites estruturais à política econômica brasileira nos anos 80/90**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1994, p. 84.

distorções referentes à remuneração dos contratos, a curto prazo seriam resolvidas com a correção monetária e, a longo prazo, com a desinflação.[287]

Geraldo Biasoto Junior e José Alberto Afonso entendem que a reestruturação se deu em quatro importantes frentes: a segmentação das instituições de crédito e forma de captação de recursos financeiros, com a oferta de crédito ao consumidor por meio das financeiras e a disponibilidade de recursos para o setor de construção civil; a criação do mercado de títulos abastecido pelas emissões de títulos de dívida do governo federal; a criação da ORTN[288] por estabelecer o mecanismo de correção monetária e incentivar a oferta de crédito de maior prazo; e a regulamentação da captação de empréstimos em moeda estrangeira junto à fontes externas.[289]

A reforma bancária organizou o Sistema Financeiro Nacional e foi instrumentalizada principalmente pela Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964. A lei transformou a SUMOC em Banco Central do Brasil (art. 8º) e o conselho da autarquia em Conselho Monetário Nacional (art. 2º), incumbido da função normativa do sistema.

Com a consolidação de um banco central e com um conselho monetário, o governo objetivava um maior controle sobre a expansão monetária, visando uma política independente; o Banco do Brasil perderia o poder de emissão que tinha na prática e a regulamentação sobre as novas instituições financeiras recém-criadas poderia ser centralizada.

A lei passou a considerar como instituição financeira "as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros" (art. 17º).

Em 21 de agosto de 1964, com o intuito de fortalecer o sistema financeiro de habitação, diminuir o déficit da moradia e estimular a indústria da construção civil, foram criados o Banco Nacional de Habitação (BNH)[290] e as sociedades de crédito imobiliário,

[287] ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. Dissertação (Mestrado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980, p. 45-48.

[288] Para fins de organização da estrutura do trabalho, as ORTNs serão analisadas em tópico apartado.

[289] AFONSO, José Roberto. BIASOTO JR., Geraldo. Estado e novo arranjo para o financiamento do investimento público no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1 (59), p. 189-213, abr. 2017, p. 193-194.

[290] Lei nº 4.380. "Art. 1° O Govêrno Federal, através do Ministro de Planejamento, formulará a política nacional de habitação e de planejamento territorial, coordenando a ação dos órgãos públicos e orientando a iniciativa privada no sentido de estimular a construção de habitações de interêsse social e o financiamento da aquisição da casa própria, especialmente pelas classes da população de menor renda".

integrantes do Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

No mês de novembro do mesmo ano, foi promulgada a Lei nº 4.494, que instituiu a correção monetária para a locação de prédios urbanos. Compondo-se como a base de financiamento do SFH, antes sustentado por fundo composto por emissão de letras mobiliárias, em setembro de 1966 (Lei nº 5.107) foi criado o Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS).[291]

Como subsidiário do BNDE, foi criado o Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais (FINAME) para financiar a expansão da indústria brasileira de bens de capital.

No ano seguinte, no dia 14 de julho de 1965, foi promulgada a Lei nº 4.728, responsável por organizar e estabelecer as principais diretrizes do mercado de capitais. O modelo de estruturação pretendido pela ditadura civil-militar buscava consolidar um mercado financeiro segmentado aos moldes dos países desenvolvidos e tinha como principal protótipo, como já mencionado, a estrutura de especialização e segmentação financeira dos Estados Unidos.

Ao mercado de capitais caberia dinamizar a acumulação, tornando líquidos os ativos, concentrando e canalizando recursos para a capitalização das empresas. No entanto, a incipiência desse mercado era ainda incapaz de concretizar os efeitos pretendidos de canalizar os recursos dispersos na economia.

Para suprir essa natural deficiência, tornou-se essencial a criação de mais mecanismos estimulantes à poupança interna. Assim, aliada à regulamentação do mercado de capitais, a Lei nº 4.728 criou os bancos de investimento (art. 29), posteriormente disciplinados pelo Banco Central do Brasil (Resolução nº 18 de 1966), com o fim de financiar empreendimentos a longo prazo e ampliar a capacidade produtiva do setor privado e intermediar a relação entre as empresas e o mercado de capitais.[292]

---

[291] O FGTS, idealizado por Roberto Campos, surge com o objetivo de facilitar a demissão de trabalhadores e financiar a construção de imóveis, além de se constituir como um mecanismo de poupança forçada. O fundo foi criado ao mesmo tempo em que foram revogados dois artigos da Consolidação das Leis do Trabalho: a indenização de um mês de salário por ano trabalhado em caso de demissão imotivada e estabilidade no emprego após dez anos na mesma empresa. O FGTS permitia o saque em caso de demissão imotivada e para comprar a casa própria por meio do Banco Nacional de Habitação. A estabilidade era propagandeada pela ditadura como o problema e o FGTS como a solução. O lema era "este homem não quer indenizações. Quer progredir no trabalho". FONTENELLE, André. Em 1967, FGTS substituiu estabilidade no emprego. **Senado notícias**, 5 de maio de 2017. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/05/05/em-1967-fgts-substituiu-estabilidade-no-emprego. Acesso em: 18 nov. 2018.

[292] OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991, p. 70-71.

A lei também tentou acelerar a ascensão do mercado de capitais com a alocação de recursos da poupança popular no mercado via incentivos fiscais, resultando, também e pela mesma via, no estímulo à abertura de capital pelas sociedades anônimas.

Assim, reduziu a alíquota do imposto de renda na fonte para 25% (antes, 40%) sobre rendimentos de ações ao portador quando o beneficiário não se identifica e quando se trata de sociedade anônima de capital aberto (art. 55, caput). Caso em que o portador se identificasse, excluía-se a tributação na fonte dos rendimentos e ações das sociedades anônimas (art. 55, §1º).[293]

O mesmo artigo distribuía ainda mais incentivos às pessoas físicas no momento de aferição da renda líquida para fins de imposto de renda: abatia da renda bruta valores determinados de dividendos, bonificações ou outros interesses distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto; também dos juros recebidos de títulos da dívida pública federal etc.[294]

Para complementar o pacote de benefícios tributários, em novembro de 1965 foi editada a Lei nº 4.862, alterando a legislação do imposto de renda e abatendo da incidência os rendimentos das letras imobiliárias (art. 28) como forma de estimular a poupança interna e a indústria de construção civil.

Sobre a importância dos tributos para maximizar os efeitos da reforma financeira, Fabrício Augusto de Oliveira:

> Abriam-se, com essa lei, as portas para a passagem de uma avalanche de incentivos que emergiriam e à manipulação do imposto de renda como uma das ferramentas mais cruciais para a orientação do processo de acumulação.
> O imposto passava, dessa forma, a ser manipulado em distintas direções, coerentes com as linhas estabelecidas pela política econômica à luz do papel do Estado na economia e do processo de acumulação. Os incentivos à classe capitalista e às camadas mais altas da sociedade eram a tônica, e o Estado sobressaía-se como um verdadeiro intermediário na distribuição de uma parcela significativa do excedente, recolhendo-o da sociedade como um todo e repassando-o aos setores tidos como importantes para a acumulação de capital. Esta enxurrada inicial de incentivos seria apenas o prelúdio de uma onda avassaladora que ocorreria nos

[293] Como se pode observar, o sistema tributário nacional também foi reformulado para dar a vez à reforma financeira. O imposto de renda (Lei nº 4.506/1964) foi o tributo escolhido pelos militares para auxiliar na função de estimular a poupança interna e dinamizar o mercado de capitais. Sobre o assunto, cf. OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991, p. 70-71.

[294] Sobre os incentivos fiscais à formação do mercado de capitais, além da obra crítica já mencionada de Fabrício de Oliveira, há a análise acurada feita por David Trubek, Jorge Vieira e Paulo de Sá no livro "O mercado de capitais e os incentivos fiscais" (TRUBEK, David; M. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvea; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: TN-Anpec, 1971).

> anos seguintes, visando aumentar a massa de recursos em direção ao sistema financeiro e dar suporte ao processo de acumulação.[295]

Ainda mais importante foi a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro (ORTN) pela Lei nº 4.357 de 16 de julho de 1964 para financiar o déficit governamental e que instituiu também o mecanismo de correção monetária visando a proteção dos títulos da dívida contra os efeitos da inflação, mantendo a função de reserva de valor dos ativos financeiros.

A lei que instituiu as ORTNs também concedeu uma série de incentivos fiscais para as pessoas físicas ou jurídicas que adquirissem as obrigações. Foi permitido o abatimento da renda bruta das pessoas físicas de 20% dos valores aplicados em títulos da dívida pública federal, 15% das aplicações na subscrição de ações nominativas para aumentos de capital das sociedades anônimas, e 15% das aplicações em depósitos e letras hipotecárias.[296]

Estava formado, portanto, a estrutura do sistema financeiro que, em tese, suportaria o setor produtivo na busca pelo crescimento econômico.[297] Retornaremos ao tema no último tópico do capítulo.

---

[295] OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991, p. 73-74.

[296] Lei nº 4.357/1964. "Art. 14. A partir de 1º de janeiro de 1965, além dos abatimentos de que trata o art. 20 do Regulamento aprovado pelo Decreto nº 51.900, de 10 de abril de 1963, será permitido às pessoas físicas abater da sua renda bruta: a) 20% (vinte por cento) das quotas aplicadas na aquisição, ao Tesouro Nacional, ou aos seus agentes, de títulos nominativos da dívida pública federal; b) 15 % (quinze por cento) das quantias aplicadas na subscrição, integral, em dinheiro, de ações nominativas para o aumento de capital das sociedades anônimas, cujas ações, desde que nominativas, tenham sido negociadas, pelo menos uma vez em cada mês, em qualquer das Bôlsas de Valôres existentes no País, no decurso do ano-base; c) 15% (quinze por cento) das quantias aplicadas em depósitos, letras hipotecárias ou qualquer outra forma, desde que, comprovadamenle, se destinem, de modo exclusivo ao financiamento de construção de habitações populares, segundo programa prèviamente aprovado, pelo Ministro da Fazenda; d) as quantias aplicadas na subscrição integral, em dinheiro, de ações nominativas de emprêsas industriais ou agrícolas, consideradas de interêsse para o desenvolvimento econômico do Nordeste ou da Amazônia, nos têrmos das Leis ns. 3.995, de 14 de dezembro de 1961, 4.216, de 6 de maio de 1963, e 4.239, de 27 de junho de 1963. (...).".

[297] O sistema financeiro nacional sofreu transformações substantivas após a reforma financeira. Em termos de estrutura bancária, houve um movimento de concentração (interbancário) por um intenso processo de fusões e incorporações, de conglomeração (intrabancário), de emergência e consolidação dos multibancos (mesmo que até então fosse vedado esse tipo de organização). Também os bancos de investimento nunca responderam às demandas objetivadas pelo governo, tornando-se meros intermediadores entre as empresas e o mercado de capitais e aos poucos foram sendo incorporados às estruturas dos bancos comerciais. Não é, no entanto, objeto deste trabalho tratar detalhadamente da configuração do sistema financeiro. Importa, para os fins do tópico, demonstrar que foi montado um arcabouço, no início da ditadura, condizente e subalterno ao crescimento econômico. As mudanças que ocorrem no decorrer da evolução do sistema bancário relevantes ao processo de financeirização serão expostas nos tópicos seguintes. Sobre as mudanças no sistema ao longo do período, essencial a leitura da obra de Fernando Nogueira da Costa "O Brasil dos Bancos" (COSTA, Fernando Nogueira da. **O Brasil dos bancos**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2013), a tese de doutoramento de Natermes Guimarães Teixeira (TEIXEIRA, Natermes Guimarões. **O sistema bancário e suas transformações frente à crise atual**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas,

II.4. Os títulos da dívida pública e a "ciranda financeira"

A reestruturação do sistema financeiro, por si só, não corrigia a dificuldade de contração da oferta de recursos financeiros de longo prazo necessária para o projeto de crescimento econômico demandado pelo governo ditatorial.

Mesmo diante de todo o arcabouço financeiro montado para financiar o desenvolvimento, a operação das instituições encontrava óbice no contexto inflacionário aliado à limitação da cobrança de juros acima de 12% ao ano (Lei da Usura[298]) e na imposição da cláusula-ouro que vedava celebração de contratos em moeda estrangeira[299]. Ambos os fatores impediam uma remuneração adequada pela renúncia à liquidez dos bancos, que em contexto inflacionário possuía risco intrínseco, tendo como principal consequência a restrição de concessão de crédito.

Dificultavam, portanto, a contratação de crédito a longo prazo, essencial à acumulação de capital e ao crescimento econômico desejado pela ditadura, e desestimulavam a aplicação de capitais ociosos no sistema financeiro recém-estruturado. O endividamento das famílias, essencial para o consumo dos bens duráveis produzidos pela indústria, também encontrava empecilhos.[300]

A estrutura orçamentária do Estado da mesma forma era prejudicada com os aumentos inflacionários, principalmente se temos em conta que há um lapso temporal relevante entre o fato gerador de um tributo, a sua arrecadação e o gasto público. Era preciso, assim, criar um mecanismo blindado pelo aumento da inflação e que auxiliasse o governo a se financiar e cobrir eventuais déficits públicos.

O contorno temporário para esse problema seria a criação de um título público indexado a um mecanismo de correção monetária que teria por fim evitar a perda do dinheiro decorrente do aumento da inflação. Assim, de acordo com Giuliano Contento, as ORTNs

---

1985), e o livro "Brasil 1850-1984. Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação", de Raymond Goldsmith (GOLDSMITH, Raymond W. **Brasil 1850-1984**. Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação. São Paulo: Editora Harper e Row do Brasil, 1985).

[298] Decreto nº 22.626/1933: "Art. 1º. É vedado, e será punido nos termos desta lei, estipular em quaisquer contratos taxas de juros superiores ao dobro da taxa legal" e Código Civil de 1961: "Art. 1.062. A taxa dos juros moratórios, quando não convencionada (art. 1.262), será de seis por cento ao ano".

[299] Decreto nº 23.501/1933: "Art. 2º A partir da publicação dêste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequiveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal."

[300] BRASIL. **Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)**, 1964, p. 30-31.

"passaram a cumprir o papel de instrumento legal para referência do valor dos contratos, com valor corrigido pela inflação passada a partir de uma medida móvel com defasagem (...)"[301].

A ORTN, portanto, surge ao mesmo tempo como título de dívida pública e como base de correção monetária para os demais contratos.

Segundo Adroaldo Silva, com a ORTN:

> o Tesouro Nacional se obriga, através de sua captação voluntária de recursos financeiros, a pagar uma dada remuneração real, digamos, 4% a.a. Este contrato em termos reais é ajustado anual (ou trimestralmente) e automaticamente (não discricionariamente, portanto) de acordo com uma regra fixa definida a partir de uma dada medida de inflação. No setor financeiro este era praticamente o único instrumento de captação voluntária então (1964/1967) a remunerar a poupança financeira dessa forma. Os demais, as letras de câmbio emitidas por sociedades financeiras e bancos de investimento e os depósitos a prazo dos bancos comerciais eram obrigações contratadas em termos nominais e, portanto, independentes de inflação futura efetivamente observada. É o que se convencionou chamar de correção monetária *a priori* para evitar a proibição da lei da usura.[302]

A correção monetária se mostrava um componente necessário, porém, temporário, justamente por constituir-se como um mecanismo reparador dos danos da alta inflação aos ativos monetários, que seria, em tese, ajustada pela ditadura militar. Corrigido o problema da inflação, abandonado seria o seu mecanismo de correção. Para Júlio Gomes de Almeida:

> (...) o instituto da correção monetária visava precipuamente a neutralizar as distorções que ainda perdurassem como herança do passado, nesse período que medearia entre a promoção de uma nova ordem e a convivência e o costume com ela. Nesse sentido é que sua utilização se fazia necessária; e é, nesse sentido também, que sua concepção era claramente transitória, pois alcançada a estabilidade e transcorrido o período de adaptação, naturalmente, se tornaria dispensável o recurso a este instituto.[303]

Assim é que a correção monetária[304] foi criada concomitantemente à criação do título público de dívida federal, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), pela Lei nº 4.357 de julho de 1964.

---

[301] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 89.

[302] SILVA, Adroaldo Moura da. **Intermediação financeira no Brasil.** São Paulo: FIPE/USP, 1979, p. 19.

[303] ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. Dissertação (Mestrado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980, p. 20.

[304] As reformas, assim, passam a permitir duas formas separadas de dinheiro: "[o] dinheiro de curso forçado – o papel-moeda e depósitos à vista (os meios de pagamento que se desvalorizam sem parar) – e o 'dinheiro financeiro', que cumpre em forma separada as demais funções do dinheiro. Com o instrumento da 'correção monetária' aplicado de forma generalizada a todos os ativos financeiros, este 'dinheiro' tem uma nova unidade

As ORTNs eram títulos da dívida pública, com vencimento entre 3 e 20 anos, com juros mínimos de 6% ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado. Esse valor nominal era calculado em função das variações do poder aquisitivo da moeda (variação de preços), que seria publicado, mensalmente, pelo Ministério do Planejamento. [305]

Na posição de título de dívida pública, a ORTN auxiliava o Estado com o financiamento, livre de inflação, de suas atividades por meio da criação de títulos ofertados a credores voluntários. Evidentemente, antes da criação da ORTN, o déficit público era financiado, em sua maioria, por emissão de moeda.[306] Para a dívida pública, a indexação à inflação representa uma garantia de proteção aos seus credores e, diante disso, torna mais atrativo o financiamento da atividade estatal. De acordo com Giuliano Contento:

> O instrumento da correção monetária introduziu o conceito de juro real explícito aplicado aos títulos públicos, ao invés de juros nominais que embutiam uma estimativa de inflação futura. Viabilizou, pois, um sistema de reajustamento do valor da dívida e de seus encargos a partir da taxa de inflação, atribuindo viabilidade ao financiamento não-monetário do setor público a partir da criação de um mercado de dívida pública em contexto inflacionário.[307]

O duplo papel da ORTN pode ser atribuído à sua função como um instrumento que *titulariza* a dívida pública, tornando-a negociável e visando a construção de um mercado de títulos que propicie ao Estado o financiamento do seu déficit, e, por outro lado, inaugura um sistema de indexação[308] baseado nos índices inflacionários ao criar a correção monetária.

Entre o período de 1966 e 1974, durante o "milagre econômico" a ORTN como *indexadora de contratos* foi pouco utilizada em razão do controle da inflação. No contexto de progressiva queda do índice inflacionário, havia uma tendência de índice positivo da taxa de juros real embutida nos contratos. As instituições financeiras atribuíam o limite de juros aos contratos, com base na Lei da Usura, e impunham uma "correção monetária prefixada"

---

de conta (...)". TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 169.

[305] Art. 1º da Lei 4.357 de 1964.

[306] SILVA, Anderson Caputo. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: SILVA, Anderson Caputo. CARVALHO, Lena Oliveira de. MEDEIROS, Otavio Ladeira. (orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009, p. 46-49.

[307] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 90.

[308] A opção pelo mecanismo de indexação é fortemente influenciada pela emergência do pensamento ortodoxo monetarista a partir do fim do acordo de Bretton Woods e sua eficiência é atestada pelo liberal Friedman, que defende a indexação como uma forma de política antiinflacionária, evitando-se os efeitos negativos sobre a atividade econômica. Sobre o debate: MINELLA, André. **A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação**: o caso brasileiro (1964-1990). Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995, p. 5-37.

para contornar esse limite, tornando desnecessária a aplicação do índice pós-fixado da ORTN.[309]

O *contrato financeiro* de maior importância indexado à ORTN foi o título emitido pelo governo federal de mesmo nome, mas era utilizado apenas para obrigações compulsórias, como nos depósitos obrigatórios do Banco Central pelos bancos comerciais e no caso das seguradoras para as suas reservas técnicas.[310] A demanda voluntária pelas ORTNs, no entanto, cresceu consideravelmente entre 1966 e 1969 (a dívida pública em relação ao percentual do PIB foi de 0,5% para 4%), já superando as necessidades deficitárias dos governos, trazendo a confiança da utilização dessa modalidade de título público para a ditadura.[311]

Em 1970 foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTNs) pelo Decreto-Lei nº 1.079, que veio com a intenção de substituir o título anterior e tornar mais fácil a manipulação dos títulos no mercado aberto.[312] A função das LTNs, nesse sentido, passou a não mais ser a de financiar o déficit do governo[313], mas a de instrumento de política monetária do Banco Central.[314]

Diante da guinada para frente do índice inflacionário em 1974, logo após a estabilização do "milagre" e o primeiro choque do petróleo em 1973, houve uma reversão das expectativas do mercado financeiro e "a quebra da confiança no controle da inflação alterou o comportamento dos agentes credores do mercado, que passaram a procurar, com maior intensidade, os contratos indexados à ORTN"[315] por sua boa aderência à inflação observada nos anos precedentes.

---

[309] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, p. 3-24, ago. 1993, p. 4.
[310] Ibid., p. 5.
[311] CASA, Carlos Alberto Lanzarini. **Dívida interna e inflação** (1964-1993): a lógica do financiamento do estado brasileiro diante da indexação. Encontro de pós-graduação em história econômica e III Conferência internacional em história econômica, Brasil, set. 2010, p. 4. Disponível em: http://www.apec.unesc.net/IV_EEC/sessoes_tematicas/Finan%E7as%20e%20economia%20do%20setor%20p%FAblico/D%EDvida%20interna%20e%20infla%E7%E3o%20(1964-1993)%20a%20l%F3gica%20do%20financiamento%20do%20estado%20brasileiro%20diante%20da%20indexa%E7%E3o.pdf . Acesso em: 10 out. de 2017.
[312] Ibid.
[313] PEDRAS, Guilherme Binato Vilela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo. CARVALHO, Lena Oliveira de. MEDEIROS, Otavio Ladeira. (orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009, p. 61.
[314] BARBOSA, Fernando de Holanda. **Política monetária**: instrumentos, objetivos e a experiência brasileira. p. 9. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176658/mod_resource/content/1/Polimone.pdf. Acesso em 9 jan. 2019.
[315] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira, op. cit., p. 6.

Dentre os contratos financeiros indexados, o mais seguro disponível no mercado eram as LTNs, constituindo-se como uma válvula de escape para os aplicadores do mercado aberto. As corretoras de valores independentes passaram a instigar as empresas a adquirirem esse novo produto. Por isso, "a existência de um ativo emitido pelo setor público e com proteção contra a inflação contribuiu, ainda, para centralizar a poupança financeira nas mãos do Estado"[316].

Nesse período, houve um crescimento vertiginoso nas operações de mercado aberto com lastro em títulos públicos envolvendo aplicações de curto e curtíssimo prazo. Os principais agentes eram os intermediários financeiros, que passaram a aplicar seus recursos ociosos nas LTNs[317].

A mudança na dinâmica e manipulação dos títulos públicos mudou substancialmente a partir de 1979, pela modificação no método de liquidação dos títulos, pela queda da credibilidade da fixação de correção monetária pelo governo no início dos anos 1980[318], e pela necessidade de financiamento do Estado, potencializado pela estatização da dívida externa e aumento da dívida pública.[319]

Até 1971 as operações com LTNs eram liquidadas por meio de cheques, quando o Banco Central começou a partilhar a custódia com os bancos comerciais. No ano de 1979 passa a ser utilizado o sistema SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Fernando Barbosa assinala que um dos efeitos dessa mudança foi a quase equivalência entre reservas excedentes (reservas voluntárias mantidas com os bancos) e títulos públicos:

> (...) as liquidações financeiras passaram a ser feitas diretamente na conta Reservas Bancárias, que os bancos são obrigados a manter no Banco Central, no mesmo dia da operação, através de lançamentos de débito e crédito. A consequência prática desta nova forma de liquidação financeira foi que os títulos públicos tornaram-se substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. Tudo se passou como se as reservas bancárias repentinamente tivessem a mesma remuneração dos títulos públicos. (...). [o] fato de que a venda de títulos públicos transforma-se

[316] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 91.
[317] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, p. 3-24, ago. 1993, p. 7.
[318] O governo, a partir de 1981, passou a prefixar a correção monetária esvaziando o próprio conceito da indexação e tornando insegura a utilização das ORTNs como sistema: "se quebrou a confiança de que a correção das ORTN refletiria a inflação efetiva com margem de erro aceitável, confiança que estava na base do sistema em vigor nos anos anteriores". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008), op. cit., p. 98.
[319] Ibid., p. 98-99.

> imediatamente em reservas bancárias tornou a demanda de reservas excedentes independente da taxa de juros.[320]

Assim, "os bancos preferem ter em sua carteira títulos públicos, que rendem juros, ao invés de reservas bancárias que não são remuneradas"[321].

A inovação quanto ao sistema de custódia, por si só, seria uma forma de agilizar e melhor manipular a liquidação do título público, traduzindo-se como um benefício da inovação tecnológica na operacionalidade entre autoridade monetária e instituições financeiras. O problema, e que diz respeito ao caso brasileiro, é o resultado dessa facilidade num contexto de alta inflação e de juros de curto prazo em limites vantajosos.

Para tanto, é necessário compreender o mecanismo de zeragem automática operacionalizado entre Banco Central e bancos comerciais.

Sempre que os bancos necessitavam de uma maior liquidez para cumprir suas obrigações, ou seja, para que pudessem saldar a demanda de moeda dos seus clientes, o Banco Central, ao fim do dia, zerava as posições compradas e vendidas dos bancos em títulos públicos. Normalmente, num sistema financeiro desenvolvido, os bancos buscariam recompor sua liquidez junto a outras instituições financeiras antes de recorrer ao Banco Central. Como isso não era possível, e por terem praticamente toda a sua reserva excedente em títulos públicos, os bancos mantinham apenas o mínimo obrigatório de moeda com liquidez imediata. Para Luiz Fernando de Paula e Rogério Sobreira:

> A zeragem automática de mercado é o mecanismo pelo qual o Banco Central efetuava, até recentemente, o ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras das carteiras de títulos públicos do sistema bancário. Através deste mecanismo, o Bacen recompra títulos públicos quando o sistema não tem recursos suficientes para atender aos seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Bacen está *oversold*) e vende títulos quando os bancos estão com excesso de liquidez, de forma a evitar uma queda significativa na taxa de juros (o Bacen está *undersold*).[322]

Para operacionalizar esse mecanismo, as instituições financeiras, junto ao Banco Central, ajustavam suas operações com base numa taxa de juros diária e informal. Essa taxa

---

[320] BARBOSA, Fernando de Holanda. **Política monetária**: instrumentos, objetivos e a experiência brasileira. p. 9. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176658/mod_resource/content/1/Polimone.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.
[321] Ibid.
[322] PAULA, Luiz Fernando de. SOBREIRA, Rogério. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 23, n. 4. Porto Alegre: FEE, 1996, p. 121-130, p. 122.

de juros passou a ser conhecida como *overnight*, que cobria a inflação e era acrescida de juros real, arbitrado pelo próprio Banco Central.

O Banco Central, nesse caso, ajustava a taxa de juros conforme sua necessidade no momento. A operação permitia ao Banco Central um controle maior sobre a taxa de juros e em condições adequadas para não provocar a oneração do Tesouro, nem uma elevação na inflação, mas que fosse suficiente para impedir a "fuga de ativos financeiros para ativos reais e de risco".[323]

Essas operações de *overnight* chanceladas pela zeragem automática do Banco Central deram origem ao que Maria da Conceição Tavares define como "'esquizofrenia financeira' acoplada à 'ciranda'"[324]. Mendonça de Barros, por sua vez, explica como funcionava a operação:

> (...) as instituições financeiras corriam um risco muito pequeno – desde que tivessem sempre a carteira média do mercado – de prejuízo ou iliquidez. Podiam portanto comprar títulos de dois a cinco anos de prazo e "rolá-los" com dinheiro de um dia de seus clientes. Do lado dos clientes esta forma de operar o sistema permitia investir seus recursos com liquidez imediata e receber uma remuneração sempre igual ou maior que a inflação. O triângulo, tendo o governo como o captador de recursos a juros reais, o intermediário financeiro ganhando um generoso "spread" praticamente sem risco e o aplicador com liquidez e juros reais garantidos, estava formado.[325]

Em complemento, expõe Giuliano Contento:

> Os próprios bancos, a partir do mecanismo da "zeragem automática", tornaram-se emissores de moeda indexada, pois eram capazes de oferecer depósitos remunerados ao público com seus ativos alocados quase integralmente em títulos do governo corrigidos pela taxa *overnight*. Operou-se a generalização, assim, da quase-moeda na economia brasileira no decorrer da década de 1980, com os depósitos à vista remunerados, mediante depósitos de um dia no mercado aberto. O sistema de indexação exigia a atuação dos bancos enquanto compradores de títulos públicos e ofertantes de depósitos remunerados junto ao público não-bancário, tendo o Banco Central na outra ponta, como garantidor da liquidez global do sistema. Esta prática ensejou a generalização do sistema de liquidez diária dos títulos públicos, incluindo os de longo prazo, com a autoridade monetária indexando-os à taxa *over* e viabilizando seu financiamento diário, de sorte a permitir o refinanciamento da dívida pública mobiliária, de um lado, e acomodar a demanda por quase-moeda do público, de outro.[326]

---

[323] PAULA, Luiz Fernando de. SOBREIRA, Rogério. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 23, n. 4. Porto Alegre: FEE, 1996, p. 121-130, p. 123.

[324] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985, p. 58.

[325] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, p. 3-24, ago. 1993, p. 9.

[326] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2009, p. 98-102.

Assim, os títulos públicos passaram a ser indexados à taxa de juros *overnight* (ou taxa Selic *over*), de curtíssimo prazo, sem que, no entanto, essa indexação fosse formalizada pelas autoridades monetárias.

Em teoria, a zeragem automática aliada à taxa de juros da noite para o dia era para ser um instrumento excepcional para que o Banco Central pudesse manter o controle sobre a taxa básica de juros. No entanto, a operação acabou criando uma nova moeda, sob a chancela das autoridades monetárias, que, para proteger os títulos públicos e a dívida do Estado, além de fornecer liquidez ao sistema, torna refém a sua atuação e a própria capacidade de atuar discricionariamente sobre a política monetária.

Luiz Fernando de Paula demonstra como funcionaria essa perda de controle:

> A atuação do Banco Central, nesta perspectiva, é acomodatícia em relação à demanda por reservas por parte dos bancos comerciais, o que significa que o mesmo não pode controlar quantitativamente o estoque de moeda, que é determinada previamente pelas decisões tomadas relacionadas à demanda por crédito, atendidas pelos bancos. Por conseguinte, a endogeneidade da moeda é completa e ocorre da seguinte forma: os bancos comerciais, ao atenderem à demanda por crédito dos agentes, criam depósitos, restando ao Banco Central prover os recursos necessários para ajustar a posição de reservas dos bancos que concedem crédito. Neste enfoque, a taxa de juros é exógena, sendo determinada pelas autoridades monetárias ao estabelecer o preço das reservas bancárias e, portanto, as mudanças nesta variável são independentes das flutuações na demanda por moeda.[327]

A perda de capacidade da autoridade monetária foi também enfatizada por Mendonça de Barros, que aponta o caso brasileiro como especial diante das demais experiências internacionais, pois, nessas últimas, há a diluição dos títulos em diferentes carteiras de agentes econômicos diversos e, no que tange às instituições financeiras, os títulos são utilizados como reserva de segunda linha. Existe um elemento de risco nas operações, pois o mercado de recompra varia de acordo com a liquidez do mercado e há uma taxa de juros fixa. Em todas as operações dos agentes econômicos, sejam instituições financeiras, *dealers* ou fundos, não há o "guarda-chuva" do Banco Central[328], isto é, não há um compromisso de manutenção de liquidez entre a autoridade monetária e os detentores dos papeis. No entanto, no caso brasileiro havia uma relação completamente diversa entre a autoridade monetária e o sistema bancário:

---

[327] PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 26, n. 3, p. 411-439, São Paulo, p. 418.

[328] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e sociedade**. Campinas: IE-Unicamp, v. 2, n.1, p. 03-24, ago., 1993, p. 13.

> Os títulos públicos se transformaram ao longo dos anos 80 em mero mecanismo formal de captação de recursos de curtíssimo prazo para o Tesouro. Os únicos compradores das ORTN e LTN eram as instituições financeiras, que as utilizavam para captar recursos junto ao público em operações de um dia. Para tal, em função do volume de suas carteiras, as instituições financeiras tinham assegurado acesso total ao BC para redesconto desses papeis caso não houvesse liquidez suficiente no mercado. Por outro lado, havia uma garantia informal do BC de que as taxas de juros do Overnight, formadas logo de manhã para sua mesa de operações, cobririam a inflação corrente estimada e mais um juro real. Por este arranjo institucional o BC perdia totalmente sua capacidade de reduzir as reservas bancárias, e portanto sua capacidade de levar adiante uma política monetária efetiva. O volume de reservas bancárias era sempre determinado pelos agentes econômicos via ajuste da posição de títulos públicos.[329]

Cabe enfatizar, ainda, que o padrão de rentabilidade das instituições financeiras observado até primeira metade da década de 1970 tinha como principal suporte o fornecimento de crédito ao setor privado, mesmo que concentrados em operações de curto prazo, existindo ainda uma próxima relação entre o setor financeiro e o setor produtivo.[330] Além disso, as instituições financeiras, como será melhor demonstrado no tópico seguinte, potencializavam suas operações por meio das excepcionais condições de captação de recursos no mercado internacional, ganhando elevadas margens de lucro na concessão de empréstimos.

No entanto, a partir da segunda metade da década de 1970, a zeragem automática fez com que os bancos abastecessem seu portfólio com ativos de menor risco e elevada liquidez, além de optarem pela oferta de aplicações de curto prazo aos seus clientes. Os títulos públicos passaram a ser o principal instrumento de extração de lucro das instituições financeiras[331], "servindo de lastro para fundos e depósitos de curto prazo e permitindo a absorção da chamada 'transferência inflacionária' por parte dos bancos, popularmente conhecido como ganhos de *float*"[332]. Os rendimentos simples e fáceis foram posteriormente

[329] BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e sociedade**. Campinas: IE-Unicamp, v. 2, n.1, p. 03-24, ago., 1993, p. 13.

[330] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 114-115.

[331] "Num contexto de instabilidade crônica, na década de 1980 os bancos foram se especializando cada vez mais na geração de receitas a partir da 'ciranda financeira', apropriando-se dos chamados ganhos inflacionários, apoiados principalmente na aplicação, no *overnight*, dos recursos captados sob a forma de depósitos à vista (não remunerados), bem como na sub-remuneração dos depósitos a prazo – o que foi ganhando maior importância na esteira do movimento de crescente ampliação da participação dos haveres não-monetários no total de haveres financeiros. Sob a institucionalidade da moeda indexada e da zeragem automática de mercado, os bancos fizeram da inflação uma fonte de receita segura e altamente lucrativa, obtida a partir da especulação contra a moeda ruim, de curso forçado". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008), op. cit., p. 116.

[332] PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; SOBREIRA, Rogério. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre, v. 23, n. 4, p. 121-130, p. 125.

acolhidos por fundos de curtíssimo prazo que passaram a lastrear suas operações em títulos públicos.

O Plano Cruzado, por sua vez, sobre o qual pretendemos adentrar no capítulo posterior, pretendeu colocar fim à zeragem automática e à moeda indexada, por entender que a operacionalidade da política monetária dependia de uma modificação na estrutura do sistema vigente. A diminuição do índice inflacionário faria com que os recursos reservados aos títulos de dívida pública saíssem do mercado aberto e fossem diluídos. A poupança do setor privado iria para os títulos com prazos mais longos e sairiam dos contratos de recompra. Com a diminuição de volume submetido ao *overnight*, a autoridade monetária não mais precisaria ter o compromisso de zeragem automática perante as instituições financeiras, tendo em vista que os bancos não mais teriam parcela enorme do seu patrimônio vinculada aos títulos públicos. O retorno dos juros nominais e o fim da correção monetária nos títulos de curto prazo complementariam o pacote.

No entanto, com o fracasso do plano e o iminente retorno da inflação, houve um recuo quanto ao abandono da indexação. Os bancos pressionaram o governo sobre o risco sistêmico que sofreriam, pois haviam montado suas carteiras com base na manutenção da baixa inflação e celebrado compromissos com seus clientes de remunerá-los sob a taxa Selic *overnight*.[333]

A institucionalização do mecanismo da indexação se deu com a criação das Letras do Banco Central do Brasil (LCBs) pela Resolução nº 1.124 de 1986, indexados à taxa Selic *over* com prazos máximo de um ano e posteriormente substituídos pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), em 1988.[334]

Os títulos públicos, portanto, passam a exercer uma diferente função a partir da década de 1980. Coincide com o período em que a economia brasileira passa a sentir os efeitos do "êxito" econômico da década anterior, cujo desempenho se deu sobre as bases de

[333] "As estratégias de administração monetária adotadas no Brasil para enfrentar essa grave situação, ao longo da década de 1980, conseguiram evitar a explosão imediata da hiperinflação ou a ocorrência de uma crise de liquidação de ativos. Mas isso foi feito mediante uma monumental socialização dos prejuízos e, mais que isso, de uma ampla socialização dos riscos. Com a emissão de moeda indexada ou títulos dolarizados, os governos garantiram aos agentes privados a possibilidade de arbitragem entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxa de juros e o risco cambial". BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 18.

[334] OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CARVALHO, Carlos Eduardo. Indexação financeira e comportamento pró-cíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Análise Econômica**, ano 28, n. 53, p. 7-36, Porto Alegre, mar. 2010, p. 9.

um temerário e excessivo endividamento, até então concebido como a "menina dos olhos" do governo militar por ter, sob uma boa administração, levado ao crescimento econômico.

Sobre os efeitos da "ciranda financeira", que serão retomados ao fim deste capítulo, bem elucida Giuliano Contento:

> Com efeito, opera-se um crescente desvinculamento entre os circuitos industrial e financeiro. Os títulos públicos atrelados à taxa de juros paga pelo governo para o financiamento de um dia passam a constituir o suporte do processo de valorização e acumulação da riqueza sob a forma monetária. Bancos e grandes empresas lucravam com a ciranda. (...). Neste processo de desvirtuamento, o sistema de indexação deixa de cumprir uma de suas principais funções originalmente concebida, qual seja, de estruturar um sistema financeiro privado de longo prazo, capaz de financiar o desenvolvimento. A indexação passa por um processo de metamorfose, especialmente ao longo dos anos 1980, cumprindo a função de lastro à quase-moeda, ao mecanismo de defesa do público contra os efeitos da alta e persistente inflação. A correção monetária se transforma em indexação financeira, um instrumento de realimentação da inflação e de estruturação de um circuito de valorização da riqueza financeira independente do circuito industrial, autônomo. (...). No mais, a taxa básica de juros passa a ser totalmente condicionada pela necessidade de correção das perdas provocadas pela inflação, o que paradoxalmente implica um crescente processo de "financeirização dos preços", ou seja, a taxa de juros esperada de curtíssimo prazo passa a ser o principal indexador para o reajustamento dos preços de todos os ativos do sistema, não se restringindo aos ativos financeiros. (...). A existência de títulos atrelados à taxa de juros de curtíssimo prazo, num contexto em que prevalecem juros reais elevados, acaba constituindo uma anomalia para o funcionamento do sistema financeiro, tornando-o disfuncional ao propósito do financiamento da produção. Isto porque permite aos bancos e demais atores econômicos a consolidação de portfólios ao mesmo tempo líquidos e rentáveis. No contexto de instabilidade monetária, os bancos passaram a especular permanentemente contra a moeda velha, de curso forçado.[335]

Assim é que, como diz Maria da Conceição Tavares, "todo o edifício da dívida interna, pública e privada, originou-se daí, solidamente alicerçado no instituto da correção monetária – então celebrada como o *jeitinho* brasileiro de conviver com taxas elevadas de inflação".[336]

II.5. A dívida externa anômala

II.5.1. Cenário internacional

[335] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 103-105.

[336] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985, p. 18.

Ao mesmo tempo em que o Brasil reestruturava seu sistema financeiro nacional, o sistema financeiro internacional enfrentava a crise do dólar e da mesma forma sofreu uma imensa reestruturação.

Conforme pontuado no capítulo anterior, as mudanças começaram no início da década de 1960, quando Londres foi transformada num centro desregulamentado de circulação de capitais privados. Dada a restrição imposta pelo regime de Bretton Woods e pela regulação bancária norte-americana, que impunha um teto para a taxa de juros, as multinacionais e os bancos dos Estados Unidos passaram a utilizar o mercado de Londres para aplicações de curto prazo.[337]

Os bancos londrinos começaram a captar depósitos em dólar decorrentes dos lucros não reinvestidos das multinacionais norte-americanas[338] e emprestavam esses dólares para governos e empresas ao redor do mundo, dando origem ao mercado de "eurodólares".

Esse movimento intenso de capitais sem regulamentação fez aumentar a atuação de bancos e empresas multinacionais na operação com fundos, criando pressões especulativas.[339]

Os Estados Unidos, que vinham tolerando com relutância o controle de capitais exercido por ele e pelos demais países do mundo, sancionou e alimentou o mercado londrino, favorecendo o ressurgimento da liberdade do mercado internacional de capital.[340]

Em 1971, com o dólar enfraquecido e tentando recuperar a sua hegemonia, os Estados Unidos decidem "fechar a janela do ouro" ao afastar a paridade entre ouro e dólar, forçando a retirada do ouro de circulação e deixando que a moeda norte-americana se movimentasse segundo as suas aspirações. O fim de Bretton Woods confirma o novo padrão monetário internacional: o do dólar puro.

Como acentua José Luiz Fiori, os mercados e bancos globais são resumidos aos mercados e bancos nacionais daquele país que possui a moeda hegemônica, que detém o

---

[337] TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luiz (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 31.

[338] "Cada vez que capitais são rechaçados da produção porque a taxa de lucro é considerada muito baixa pelas empresas ou o descarregamento de mercadorias pelos mercados são insuficientes para novos investimentos, eles irão aumentar a acumulação financeira". CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 151.

[339] GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 41-42.

[340] BRENNER, Robert. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 71.

poder de aumentar ou diminuir a circulação e definir os valores de arbitragem entre as moedas:

> é parte do poder dos bancos, agências e instituições financeiras associadas às moedas vencedoras impor aos Estados menos poderosos e suas moedas as regras e condutas compatíveis com o aumento do seu próprio poder, transferindo os custos de seus ajustes internos para sua periferia monetário-financeira.[341]

Não por acaso, Chesnais considera o período que vai de 1965 a 1973 como a primeira fase de "reacumulação de um capital especializado em empréstimo", tendo em vista a emergência do mercado de eurodólares. Fiori também considera que a decisão do governo inglês de abrir um "mercado interbancário paralelo e autônomo" dos espaços financeiros nacionais foi determinante para o ressurgimento do "espaço financeiro mundial".[342]

Agora, abandonadas as amarras da "repressão financeira internacional", os mercados financeiros nacionais foram autorizados a se envolver no mercado financeiro global.

Foi nesse cenário, de alta liquidez internacional com o desenvolvimento do euromercado e a posterior absorção dos petrodólares, que foi dada a largada aos empréstimos internacionais a taxas de juros baixas e até negativas cujos beneficiários e posteriores vítimas foram os países periféricos.

A chegada dos dólares com a crise do petróleo dos países membros da OPEP, em 1973, infla ainda mais a massa de dinheiro depositada nos cofres de Londres. Segundo Gowan, o aumento do preço do petróleo foi uma estratégia do governo Nixon, tendo em vista sua influência sobre os países produtores, para desestabilizar as nações europeias e o Japão e para dar aos bancos privados norte-americanos uma nova função[343], afinal, "[e]nquanto as vendas do petróleo fossem denominadas em dólares, Washington não se oporia aos aumentos dos preços".[344]

---

[341] FIORI, José Luís. **História, estratégia e desenvolvimento**: para uma geopolítica do capitalismo. São Paulo: Boitempo, 2014. Edição do Kindle, posição 1861-1869.

[342] FIORI, José Luiz. Globalização, hegemonia e império. In: FIORI, José Luiz (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 90.

[343] GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 47.

[344] VAROUFAKIS, Yanis. **O minotauro global**: a verdadeira origem da crise financeira e o futuro da economia global. São Paulo: Autonomia Literária, 2016, p. 132. A explicação oficial é de que o preço do petróleo aumentou à revelia dos Estados Unidos. No entanto, assim como Gowan, Varoufakis também descarta essa hipótese por ser contra a lógica e evidência dos fatos da época: "Porque, se a administração Nixon tinha realmente se oposto ao aumento dos preços do petróleo, como é que vamos explicar o fato de que seus aliados mais próximos – o xá do Irã, o presidente Suharto da Indonésia e o governo venezuelano – não só apoiaram os aumentos, mas lideraram a campanha para que ocorressem? Como é que vamos explicar o abandono administrativo das negociações de Teerã entre as companhias de petróleo (as chamadas 'Sete Irmãs') e a OPEP

O aumento do preço do petróleo ocasionaria o expressivo acúmulo de receitas em dólares pelos países produtores de petróleo, incapazes de canalizar os recursos para seus próprios setores produtivos. Por sua vez, o alto valor causaria um déficit na balança comercial das economias dependentes da importação do mineral. Os "petrodólares" seriam transferidos para os sistemas financeiros ocidentais e remetidos para os países não produtores (ou que possuíssem alguma deficiência de abastecimento), que precisariam financiar suas importações, num movimento conhecido como "reciclagem" de petrodólares.

Acerca dos petrodólares, elucida Celso Furtado:

> Surge pela primeira vez um grupo de países com excedente de balança de pagamentos em conta corrente sem capacidade para utilizá-lo, seja incrementando suas importações, seja investindo capitais no exterior de forma reprodutiva. Esses recursos financeiros foram depositados no sistema bancário internacional, a prazos relativamente curtos, o qual assumiu a responsabilidade de "reciclá-los", ou seja, de reintroduzi-los nos circuitos produtivos, a fim de que viessem a ser remunerados.[345]

Durante a década de 1960 até o final de 1970, os países periféricos se "beneficiaram" da alta liquidez internacional ao aproveitarem o crédito abundante para impulsionar o crescimento econômico.

Em meio à possibilidade de um risco sistêmico que afetaria todo o circuito internacional de moeda, ante o alto contingente de dólar que circulava entre os países em caráter fundamentalmente especulativo, sem qualquer regulamentação, em 1979, em meio também a uma segunda crise do petróleo, os EUA decidem aumentar a taxa de juros:

> Na reunião mundial do FMI de 1979, Mr. Volcker, presdiente do FED, retirou-se ostensivamente, foi para os EUA e de lá declarou ao mundo que estava contra as propostas do FMI e dos demais países membros, que tendiam a manter o dólar desvalorizado e a implementar um novo padrão monetário internacional. Volcker aduziu que o FMI poderia propor o que desejasse, mas os EUA não permitiram que o dólar continuasse desvalorizado tal como vinha ocorrendo desde 1971 e em particular depois de 1973 com a ruptura do Smithsonian Agreement. A partir desta reviravolta, Volcker subiu violentamente as taxas de juros interna e declarou que o dólar manteria sua situação de padrão internacional e que a hegemonia da moeda americana ia ser restaurada.[346]

---

logo antes do fechamento de um acordo que teria derrubado os preços? (...). Isso impõe a seguinte questão: por que os Estados Unidos não se opuseram com qualquer grau de compromisso real aos grandes aumentos no preço do petróleo? A simples razão é que, assim como a administração Nixon não lamentou o fim de Bretton Woods, também não se preocupou em impedir que a OPEP empurrasse os preços do petróleo para cima. Porque estes aumentos não eram incompatíveis com os planos da própria administração para um aumento substancial nos preços globais de energia e matérias-primas". Ibid., p. 132-133.

[345] FURTADO, Celso. **Brasil**: construção interrompida. 2a. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992, p. 8.

[346] TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luiz (org.). Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 33.

A "diplomacia do dólar forte"[347] levou os EUA e o mundo a uma forte recessão, eclodindo crises da dívida nos países periféricos que haviam celebrado contratos a taxas de juros flutuantes.

É nesse cenário que surge, no Brasil, um ciclo interminável de endividamento externo cujo resultado foi devastador para a população brasileira e acalentador para o grande capital estrangeiro, para os bancos internacionais e para o setor financeiro nacional.

II.5.2. A dívida externa brasileira na ditadura civil-militar

A abertura financeira para o fluxo de capitais estrangeiros não chegou de supetão como uma imposição vinda de fora; muito menos o apelo às fontes de financiamento estrangeiras constituiu, no período, uma novidade para o Brasil. A Lei nº 4.131, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro no país (investimento direto, empréstimos e financiamentos) e as remessas de valores para o exterior, é de setembro de 1962.

Sobre o fluxo de capitais estrangeiros, José Tadeu De Chiara:

> O dimensionamento apresentado pelas economias dos países industrializados a partir da segunda metade do século XX, o interesse político cada vez maior em se determinar as áreas de influência econômica, sobretudo do aspecto comercial, e a necessidade de expansão a níveis internacionais pelas empresas já dimensionadas em grande escala, aliados ao imperativo do desenvolvimento econômico colocado para os países considerados, então, subdesenvolvidos, com economias predominantemente voltadas para as atividades primárias, apresentando-se, esses países, no cenário mundial, como carentes de recursos financeiros e de bens (de consumo, inicialmente), ensejaram a migração internacional de capitais disputando novos mercados, por um lado, e a procura desses capitais pelos países deles necessitados e que neles viam a alternativa obrigatória para a consecução do desenvolvimento de suas economias, por outro. Em verdade, a preocupação em utilizar-se capitais alienígenas decorre do fato de esses recursos virem preencher lacunas básicas no sistema econômico onde se verifica a ausência de investimento, pelas razões as mais diversas (...).[348]

O ingresso de capitais estrangeiros no Brasil poderia se dar por meio de moeda ou bens. Uma das modalidades de entrada, o investimento direto, permitia o ingresso por iniciativa do investidor estrangeiro de moedas ou bens, máquinas e equipamentos sem cobertura cambial, isto é, sem a contrapartida do pagamento por parte do agente receptor, que permanecem sob titularidade do proprietário que enviou. Outra modalidade de entrada

[347] TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luiz (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 33.
[348] CHIARA, José Tadeu de. Capitais estrangeiros. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 16, n. 26, p. 67-85. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 67.

era pela via do empréstimo em moeda, que poderia ser feito entre empresas, indivíduos ou por bancos para serem repassados ao mercado interno. Uma terceira modalidade considerada para o presente tópico é a categoria das importações financiadas, que consistem em importação de bens com financiamento externo ou por amparo das linhas de crédito.[349]

O que vai mudar com a nova dinâmica internacional, contudo, é a intensidade e o modo com que se dá a entrada de capitais estrangeiros durante a ditadura militar. Após o golpe, além de a Lei nº 4.131 ter sido modificada em sucessivas ocasiões[350], o governo militar editou circulares, resoluções e instruções para instrumentalizá-la e expandir sua abrangência.

O descontrole sobre o endividamento externo brasileiro, apesar de ter sua origem na expansão da liquidez internacional, foi em grande parte responsabilidade do governo ditatorial brasileiro ao definir um planejamento econômico ancorado exclusivamente nas fontes estrangeiras de recursos, muitas vezes sem necessidade efetiva, sempre sob a justificativa de que a abertura do crédito internacional para o Brasil era um atestado de eficiência do governo sobre a administração da dívida.

Complementando o quadro normativo inaugurado pela Lei nº 4.131, foi editada, em janeiro de 1965 pela SUMOC, a Instrução nº 289. A norma permitia a contratação de empréstimo no exterior entre empresas para capital de giro, desde que autorizada pelo Banco Central, liberando a remessa de juros para o estrangeiro com o risco de câmbio sendo do tomador do empréstimo.

Essa instrução favorecia as empresas estrangeiras, que teriam facilidades na obtenção de crédito com suas matrizes ou bancos de origem em detrimento das nacionais, prejudicadas pelas restrições ao crédito doméstico e por não possuírem a credibilidade necessária perante os emprestadores.[351] Por outro lado, viabilizava a obtenção de

---

[349] CHIARA, José Tadeu de. Capitais estrangeiros. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 16, n. 26, p. 67-85. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 69-72.

[350] Primeiro pela Lei nº 4.390 de 1964 e depois regulamentada pelo Decreto nº 55.762 de 1965.

[351] A Instrução, de acordo com Octavio Ianni, proporcionou uma posição privilegiada às empresas estrangeiras relativamente às empresas nacionais, facilitando a expansão das primeiras: "Em primeiro lugar, o crédito interno não era reservado, com exclusividade, às 'empresas nacionais'; também as estrangeiras tinham acesso a ele. Em segundo lugar, o crédito interno era limitado e selecionado segundo as exigências da política anti-inflacionária. Em terceiro lugar, finalmente, o crédito externo – reservado às empresas estrangeiras que operavam no Brasil – não estava sujeito às limitações quantitativas estabelecidas pela política anti-inflacionária do governo brasileiro. Em consequência, acentuou-se o processo de concentração do capital, pela associação e absorção de empresas pertencentes ao mesmo setor produtivo ou a setores distintos. Em poucos anos, transformou-se a estrutura do sistema empresarial no Brasil, acentuando-se a importância relativa e absoluta das grandes empresas (e corporações) multinacionais no conjunto do subsistema econômico do País. Entretanto, os processos de concentração e internacionalização de capitais privados foram particularmente

empréstimo em moeda por prazo inferior a um ano, mais especificamente de seis a doze meses, favorecendo operações de curto prazo.[352]

Em 1967, a Resolução nº 63 do Banco Central corrige parcialmente essa distorção ao autorizar a captação de empréstimos pelas instituições financeiras nacionais (bancos de investimento, de desenvolvimento e bancos comerciais), desde que destinados ao repasse para empresas situadas no Brasil para aquisição de capital fixo ou financiamento de capital de giro. A resolução institucionalizou a relação entre o sistema financeiro nacional e internacional e assegurou a possibilidade de as instituições financeiras e empresas nacionais aproveitarem as oportunidades do mercado de eurodólares.[353]

Em 1972 foi revogada a Instrução nº 289 e a captação de empréstimos passou a ser instrumentalizada pela Lei nº 4.131 e pela Resolução nº 63. As normas também abriram as fronteiras nacionais para a captação em massa de recursos sob a forma de empréstimos em moeda, ou seja, operações desvinculadas das transações comerciais.[354] As multinacionais e as empresas estatais captavam recursos por meio da Lei nº 4.131 e as nacionais, com intermediação bancária, pela Resolução nº 63.

A Resolução nº 63 foi o instrumento mais importante para viabilizar a relação de repasse de dinheiro dos bancos internacionais para os bancos domésticos. O alto volume transacionado ampliou a captação nacional e foi uma alternativa aos depósitos à vista e a prazo por parte dos bancos.

As possibilidades abertas pela Resolução por meio de circulares e instruções das autoridades monetárias, como será visto adiante, beneficiaram descomedidamente bancos nacionais e estrangeiros. Ambas as medidas constituíram artifícios fundamentais da reforma financeira do regime ditatorial por viabilizar o ingresso de capital estrangeiro para financiar o crescimento econômico, o que era um paradoxo quando se tinha também por objetivo montar um sistema financeiro nacional compartimentalizado sob a justificativa de melhorar a captação e distribuição de crédito e assim viabilizar os projetos econômicos.

---

visíveis nos setores industrial e financeiro. Segundo dados reunidos pela Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI), sobre a desnacionalização da economia brasileira, 'dos 27 bancos de investimentos existentes no Brasil, 17 são estrangeiros'". IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. São Paulo: Civilização Brasileira, 2a ed., 1977, p. 261-262.

[352] MOURA, Alkimar R. A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 1, n. 1, janeiro-março/1981, p. 145.

[353] Ibid., p. 146.

[354] As captações dirigidas diretamente às operações comerciais eram as de financiamento de importações, tomados predominantemente pelo setor público e estavam vinculados à execução de grandes programas setoriais. Ibid., p. 144.

Assim, acompanhando a liquidez internacional e a abertura do país à entrada de fluxos monetários diretos, a primeira guinada da dívida compreendeu o período entre 1968 e 1973.[355]

O discurso oficial das autoridades militares para justificar o endividamento era a necessidade de dólar para aquisição de bens e tecnologias que viabilizassem o crescimento econômico. A dificuldade de um país subdesenvolvido como o Brasil de captar poupança interna requeria, para um acelerado programa de crescimento, o recurso às poupanças externas. Assim, o aumento de fontes de financiamento proporcionada pelos incentivos às captações internacionais permitiria um aumento no nível de investimento das empresas incapaz de ser impulsionado apenas com poupança interna.

O planejamento econômico que determinava o crescimento acelerado estava consubstanciado num aumento expressivo das importações, o que geraria uma diferença positiva entre as importações e exportações. Esse "hiato de recursos" seria coberto pela captação de recursos no estrangeiro. A dívida não seria um problema, pois, de acordo com o discurso oficial, o governo teria total controle sobre ela. Em caso de interrupção do fluxo externo ocasionada pelo mercado internacional, o país utilizaria as reservas internacionais para fazer frente aos gastos ou comprimiria as importações. Esse ajustamento ainda assim estava longe de ser concretizado porque, de acordo com os militares, "o bom devedor tem crédito abundante e barato".[356]

Começava aí o que Davidoff chama de "apologia do endividamento externo enquanto instrumento de desenvolvimento econômico"[357].

Durante o período que compreendeu o "milagre brasileiro", de fato a importação de mercadorias teve seu volume acrescido, o que, em tese, demandaria a entrada de dólar

[355] No período que vai de 1964 a 1967, "(...) não se pode dizer que tenha existido uma política claramente formulada de absorção de poupanças externas, sob a forma de empréstimos bancários. Na verdade, a entrada destes últimos foi estimulada pelo governo, como uma solução temporária para os problemas de liquidez enfrentados pelas empresas, em decorrência do rígido programa de controle monetário implementado em 1964. Nessa perspectiva, a inserção da economia brasileira no mercado financeiro internacional pode ser vista como resultante principalmente de um processo de ajustamento de estoque, em função de restrições monetárias internas e de elevação na taxa de juros no mercado financeiro doméstico. (...). A abertura financeira externa, originalmente uma solução transitória para problemas de financiamento empresarial, tornou-se uma opção clara de política econômica do governo, no período de 1968 a 1973". MOURA, Alkimar R. A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 1, n. 1, janeiro-março/1981, p. 146-147.

[356] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 26.

[357] Ibid., p. 25.

para financiá-la, mas o surto econômico também fez aumentar o coeficiente de exportações, havendo equilíbrio da balança comercial.[358] O dólar que entrava por meio da exportação era suficiente para compensar o financiamento das importações.

O crescimento econômico e a liquidez do mercado financeiro estrangeiro, facilitada pelos incentivos governamentais, fizeram com que as empresas, para expandir seus negócios, contratassem empréstimos em dólar dos bancos internacionais sem vinculação com o financiamento das importações.[359]

As mudanças na forma de captação pela Resolução nº 63 introduzidas pelas regulamentações editadas no início de 1970 também influenciaram para a guinada de recursos abstraídos pelos bancos nacionais e estrangeiros com sede no país. As operações de empréstimos passaram a não apenas serem vantajosas para as empresas, pela baixa taxa de juros internacional, como também para as instituições financeiras.

Davidoff chama a atenção para a atratividade dessa operação para as instituições situadas no Brasil.[360] No ano de 1972, por meio da Circular nº 180, o Banco Central passou a permitir que os repasses internos às empresas tivessem prazo inferior àquele contratado originalmente com o banco credor, desde que respeitado o prazo mínimo de seis meses.[361] As captações de longo prazo obtidas por meio dos bancos situados fora do Brasil poderiam ser transformadas em captações de curto e médio prazo pelas instituições domésticas.

Além disso, os recursos advindos do exterior que não fossem empregados nas operações de repasse deveriam ser aplicados em LTNs de curto prazo adquiridas no mercado aberto até a data do repasse, quando os títulos poderiam ser negociados no mesmo mercado.[362] O risco da operação também era integralmente transferido para empresa em sua

---

[358] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 9.

[359] Os dólares eram vendidos ao governo em troca de cruzeiros, tendo em vista que as empresas apenas transacionam em moeda nacional. O ciclo termina com a venda de dólares pelo governo àquelas empresas que têm obrigações de pagamento em moeda estrangeira.

[360] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**, op. cit., p. 144.

[361] "VIII - O repasse do contravalor em moeda nacional a que se refere o item III da Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967, poderá, em relação a cada operação de empréstimo contratado no exterior, ser feito a uma ou mais empresas e a prazos inferiores ao da operação externa; IX - O prazo mínimo de cada repasse será de 6 (seis) meses nos bancos comerciais e de 1 (um) ano nos bancos de investimento e no Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, admitidos prazos menores, apenas com o objetivo de possibilitar a compatibilização dos vencimentos internos e externos."

[362] "X - O equivalente em cruzeiros aos recursos oriundos do exterior que não estiver empregado nas operações de repasse deverá estar aplicado em Letras do Tesouro Nacional de curto prazo, de que trata a Resolução nº 150, de 22 de julho de 1970, adquiridas no mercado aberto, as quais serão mantidas em custódia na Gerência da Dívida Pública, na forma da Carta Circular GEDIP nº 51, de 16 de setembro de 1971, até a data em que se efetive o repasse, quando os referidos títulos poderão ser negociados no mesmo mercado."

condição de mutuário final.[363] Para completar o pacote da primeira metade dos anos 1970, no intervalo entre a contratação externa e a captação interna, ou entre os dois repasses, o valor em moeda estrangeira ficava depositado no Banco Central, que assumia praticamente todos os encargos devidos ao credor externo.

Sendo as empresas nacionais as principais tomadoras de recurso via Resolução nº 63[364], pois ausentes demais alternativas, ficavam submissas aos infortúnios (oscilações de câmbio e taxa de juros) dos contratos celebrados entre banco estrangeiro e nacional. O risco que deveria recair sobre os bancos contratantes, eram, então, transferidos.

A entrada massiva de dólar por meio da contratação de empréstimos aos bancos privados e o aumento das exportações, no entanto, gerou um acúmulo excessivo de moeda estrangeira, levando ao expressivo aumento das reservas internacionais acumuladas pelo Estado brasileiro.

A dívida, que cresceu de US$ 3 bilhões, em 1968, para US$ 12,6 bilhões em 1973, foi destinada quase totalmente para o acúmulo de reservas internacionais.[365] O crescimento, de US$ 9,3 bilhões, foi composto de ingresso líquido de empréstimo em moedas no montante de US$ 7,3 bilhões e de US$ 2 bilhões para financiamento de importações. As reservas internacionais, durante o período, cresceram em US$ 6,2 bilhões e o Brasil recolheu US$ 0,6 bilhões para cobrir os juros relativos aos empréstimos em moeda. Assim, dos US$ 7,3 bilhões de empréstimo em moeda, 93% foram transformados em reservas e destinado aos serviços dos empréstimos.[366]

Segundo Davidoff:

> O caráter predominantemente financeiro do endividamento ocorrido no período fica evidenciado quando se observa que as contratações líquidas de empréstimos e financiamento tiveram como contrapartida principal o custo da própria dívida – 0.6 bilhões de dólares relativos a juros vencidos no período – e, principalmente, a

[363] "I - Os empréstimos externos de que trata a Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967, contratados pelo BNDE, por bancos de investimento e bancos comerciais autorizados a operar em câmbio, somente podem ser repassados, em moeda nacional, com cláusula de correção cambial."

[364] Apenas no início dos anos 1980 é que as empresas estatais são autorizadas a captar recursos pela Resolução nº 63 e passam a ser as principais tomadoras.

[365] "(...) a acumulação de reservas além do que é necessário para o financiamento normal das importações é uma operação altamente custosa; embora as reservas do Brasil tenham sido reinvestidas no mercado de euro-dólares, ganhando US$ 130 milhões para o Braisl, o fato é que há uma margem considerável entre a taxa de juros dos empréstimos tomados e a dos empréstimos feitos, o que, no contexto brasileiro, representa um pesado encargo, possivelmente da ordem de US$ 60 milhões por ano". WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973, p. 26.

[366] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 71.

> formação de reservas internacionais, ou seja, a criação de poder de compra que não se realiza no período e que retorna ao circuito financeiro internacional.[367]

Assim, se 93% do aumento da dívida correspondeu à entrada de empréstimo em moeda para capital de giro e operações de curto prazo, acumulados na forma de reserva internacional e para pagamento de juros, é certo que o excesso de endividamento não serviu para cobrir as deficiências do sistema financeiro nacional quanto ao financiamento de longo prazo da economia.[368]

O recurso ao crédito internacional se deu por uma escolha mais vantajosa, por parte dos mutuários, em razão do diferencial entre o crédito externo e interno. A estrutura do sistema financeiro nacional, portanto, poderia ter respondido à demanda por crédito das empresas, mas as condições de crédito internacionais somadas às facilidades proporcionadas pelo governo brasileiro faziam dos empréstimos internacionais opções mais vantajosas.

Segundo Kilsztajn:

> (...) torna-se difícil aceitar que a opção por endividamento externo no período do "milagre" tenha contribuído para a aceleração do crescimento econômico na forma de "poupança externa". A despeito da liberalidade com que as importações eram então realizadas, os empréstimos externos em moeda não foram utilizados para nenhuma operação corrente, comercial ou de serviços. Todo e qualquer "hiato de recursos" foi diretamente compensado pelo ingresso de capital de risco ou pelo financiamento comercial das importações.[369]

Nesse sentido, Paulo Davidoff sustenta que a justificativa do governo ditatorial não encontrou na realidade experimentada qualquer base de sustentação.[370] Para o autor, a contrapartida do impulso da dívida externa deve ser encontrada nas relações financeiras do Brasil com o resto do mundo e não na necessidade de superar constrangimentos do setor externo.[371]

---

[367] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p.11.

[368] WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973, p. 23-31.

[369] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 71.

[370] Para uma visão contrária, conferir Ricardo Carneiro (CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002) e Castro e Souza (CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA. Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985, p. 97-191).

[371] O governo, ao perceber que o perfil da dívida era predominantemente de transferências de curto prazo tenta, entre 1970 e 1971, restringir as operações de curto prazo. A medida fez pouco efeito, mas o suficiente para os militares bradarem sobre o sucesso da política de administração da dívida. CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida**

Além disso, dada a reestruturação do sistema financeiro, que tinha como fim precípuo a criação de condições para viabilizar o crescimento econômico, o governo ditatorial poderia ter utilizado sua força intervencionista para direcionar recursos para investimentos de longo prazo para diminuir as taxas de juros internas e não ter deixado as mãos invisíveis do mercado agirem sobre o setor financeiro, deixando-os livre na tarefa de captação e alocação de recursos.

A escolha pelo endividamento, nesse sentido, foi meramente financeira. A abertura do sistema financeiro nacional ao exterior somada ao diferencial entre a taxas de juros internacional e doméstica "foi celebrado, na época, com a miopia oficial característica".[372]

Segundo John Wells, haviam alternativas decorrentes da própria reforma financeira, à época, disponíveis ao governo brasileiro e que trariam os mesmos efeitos sem que fosse preciso recorrer intensivamente ao capital estrangeiro:

> Entretanto, agora que as operações de *open market* se firmaram, a seguinte questão forçosamente se apresenta: por que não criar simplesmente liquidez, distribuí-la por intermédio do sistema bancário do setor público, para ser usada em projetos de médio e longo prazos e então absorver a liquidez através de operações de *open market*, sem recorrer a empréstimos externos? A mais simples de todas as respostas é que a entrada de recursos externos visa à cobertura de déficits no balanço de pagamentos em conta corrente. Mas, é preciso reconhecer, também, que a existência de instituições financeiras *privadas* é aspecto importante de todo o mecanismo. No chamado mercado livre, características tão importantes como o tamanho, o poder financeiro e o *status* internacional desempenham certa influência sobre o controle dos recursos financeiros, o qual resulta, por sua vez, em controle sobre a alocação de recursos reais. (...). Na Argélia e no México, por exemplo, o sistema bancário estatal aloca a contrapartida interna dos influxos externos de acordo com alguns critérios, no Brasil, as autoridades nem sequer desejam definir esses critérios, preferindo deixar a decisão, em matéria de alocação de recursos, ao "mercado".[373]

Por outro lado, o expressivo volume de reservas cambiais teve como contrapartida o aumento da dívida mobiliária interna federal. O BACEN, em relatórios anuais de 1971, 1972, 1973, indicava que o aumento das reservas teria seu impacto

---

externa, política econômica e padrões de financiamento: a experiência brasileira nos anos setenta, op. cit., p. 11 e p. 30.

[372] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 71.

[373] WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973, p. 28.

inflacionário[374] neutralizado pela colocação de elevado volume de títulos federais junto ao público.[375]

A diferença de juros entre a captação internacional e a captação nacional sedimentada na correção monetária, era bancada, assim, pelo Banco Central, na medida em que as reservas internacionais "eram contabilmente reajustadas segundo a correção monetária pós-fixada, no caso das ORTN e estimada através da taxa de desconto, no caso das LTN".[376]

O alto volume de empréstimos em moeda marca a reinserção do Brasil no circuito financeiro mundial, pois "absorve-se e remunera-se o capital financeiro internacional, 'estéril' do ponto de vista das transações correntes, para tornar a transferi-lo, na forma de reservas internacionais brasileiras, para o próprio circuito internacional"[377].

Com o milagre econômico, a abertura externa, de acordo com Davidoff, era "coroada" pelo discurso oficial, sendo concebida, a despeito do perfil claramente financeiro, como principal responsável pelo crescimento econômico observado:

> Tal fenômeno era justificado, e definido, pelas autoridades governamentais como altamente desejável por permitir a aceleração da taxa de crescimento. A despeito de o endividamento do período (...) nem de longe poder ser visto como "contribuição de poupanças externas ao crescimento", o extraordinário desempenho da economia brasileira parecia confirmar a tese governamental. (...). Por paradoxal que possa parecer o único problema relevante em relação ao endividamento externo decorria, para as autoridades governamentais, da extrema competência com que era conduzida a política econômica do país. As excelências oferecidas pela economia brasileira aos investidores estrangeiros eram tais que acabavam atraindo recursos externos em volumes muito superiores aos compatíveis com as metas de estabilização dos preços internos. Esse era, contudo, um problema menor para as autoridades de vez que a emissão de títulos do Tesouro – ainda que a custo de forte impulso da dívida interna – neutralizava o impulso expansionista da base monetária provocado pelo excessivo endividamento externo.[378]

[374] A redução da inflação também era uma das frentes de atuação da equipe econômica do governo ditatorial, mas o crescimento das reservas decorrente do plano de endividamento externo conflitava com o objetivo de combate à inflação. Além da colocação dos títulos, o governo tentou conter a entrada de recursos de outras formas, elevando os custos do empréstimo. Conferir: CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 11 e p. 32-34.
[375] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 77.
[376] Ibid., p. 79.
[377] Ibid., p. 79.
[378] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**, op. cit., p. 11 e p. 35-36.

John Wells, ainda em 1973, chama a atenção para o caráter temerário do alto endividamento absorvido pelo governo militar:

> Além de "supplier's credit" e de empréstimos de organizações internacionais, o Brasil terá necessidade de recorrer ao mercado para substanciais empréstimos se o Governo pretende tentar manter a economia crescendo a 9-10% ao ano. Com que facilidade e em que condições será possível levantar tamanhas somas no futuro? Adicionalmente, sob que circunstâncias o presente endividamento do Brasil para com o mercado (...) suscitaria problemas para o Brasil? Admitindo-se que a presente posição do Brasil, em matéria de reservas e de pagamentos, seja substancialmente dependente do que venha a acontecer nos mercados de euro-moedas, quais são as fontes potenciais de instabilidade desses mercados e qual a sua provável evolução, no que concerne ao volume, custo e condições dos empréstimos aos países em desenvolvimento?[379]

Assim é que, independentemente do papel exercido pela contração dos empréstimos brasileiros como condicionante do sucesso observado com o "milagre econômico", o alto grau de dependência do mercado de crédito internacional, tornava o Brasil "muito vulnerável a acontecimentos que escapam ao seu controle"[380].

O perfil da dívida muda quando a comunidade estrangeira passa a sentir os efeitos do primeiro choque do petróleo, no fim de 1973, abrangendo um período que vai de 1974 a 1978.

A miopia permanecia e o governo ditatorial mantinha o otimismo quanto à crise internacional, considerando-a como passageira, pois apenas um choque de preços decorrente de embaraços na produção.

Para dar continuidade ao crescimento econômico, como já mencionado no início deste capítulo, é lançado em 1974 um novo plano de desenvolvimento pelo governo Geisel, o "II PND", demandando a importação de bens quando estes sofriam alta de preços decorrentes do súbito aumento do valor do petróleo e quando as exportações, em razão da crise, decresceram. Diferentemente do período anterior, o Brasil experimentava um déficit em sua balança comercial.

Celso Furtado brilhantemente acentua o momento vivido pelo Brasil:

> Mas havia, aparentemente, uma opção que logo suscitou o entusiasmo dos que estavam no poder. Os países industrializados estavam querendo exportar, e existia ampla disponibilidade nos bancos "recicladores" de petrodólares para financiar essas exportações. Pela primeira vez, o Brasil descobria as facilidades do crédito internacional. (...). Era como se o mundo se houvesse voltado de cabeça para baixo. Quanto maior a obra e mais importante o conteúdo de importações nela previsto, mais fácil parecia a obtenção de seu financiamento. Por trás de tudo,

[379] WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973, p. 17.
[380] Ibid., p. 22.

> estava a pressão dos países industrializados para aumentar suas exportações e a dos bancos, com excesso de liquidez, para aumentar suas aplicações.[381]

O ambicioso plano de desenvolvimento, integralmente destoante dos movimentos globais de retração comercial, ancorava-se numa série de projetos públicos e privados que substituiriam as importações e alçariam o Brasil à potência mundial. Dessa vez, o endividamento externo teria como fim um crescimento econômico equilibrado e implicaria a cisão da dependência internacional. A reestruturação produtiva tornava imprescindível a tomada de ainda mais empréstimos do exterior.[382]

No entanto, a essa altura, a dívida brasileira crescia em mais de 300% de juros vencidos em relação ao período anterior (1969-1973), o que indicava uma desaceleração na oferta de crédito internacional[383].

Para contornar a restrição, o governo ditatorial tomou medidas para incentivar ainda mais a captação de crédito no exterior. Como alternativa às aplicações em LTN do dinheiro não utilizado em repasses, regulados pela Circular nº 180, foi permitido o depósito no Banco Central pelos bancos do "valor em moeda estrangeira correspondente aos recursos oriundos do exterior que não estiverem empregados em operações de repasse", assumindo também a autoridade monetária todo o ônus devido ao credor externo (juros e imposto de renda).[384,385] Alguns meses depois, o Banco Central passou a arcar não apenas com os juros ao credor externo mas também com o *spread* da operação entre as instituições bancárias (Comunicado GECAM nº 281).

É importante frisar, como pontua Mônica Baer, que a partir de 1973 os empréstimos passam a ser concedidos com base em taxas de juros flutuantes, aumentando

---

[381] FURTADO, Celso. **ABC da dívida externa**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1989, p. 22-23.
[382] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 38.
[383] Ibid., p. 16.
[384] Circular nº 230 do Banco Central: "I - Alternativamente à aplicação em Letras do Tesouro Nacional a que se refere o item X da Circular nº 180, de 29.05.72, poderão os bancos depositar no Banco Central do Brasil o valor em moeda estrangeira correspondente aos recursos oriundos do exterior que não estiverem empregados em operações de repasse; V - Os juros abonados pelo Banco Central do Brasil, durante o período de vigência do depósito, serão por este remetidos diretamente ao credor estrangeiro, a pedido da instituição depositante, quando do vencimento da parcela de juros devida na forma do esquema previsto no empréstimo externo. Respeitado o regime que tiver sido ajustado entre a instituição depositante e o credor externo, o Banco Central do Brasil assumirá o encargo do imposto de renda sobre os juros, nos casos em que esse ônus seja da responsabilidade da instituição depositante ou quando, implicitamente, houver sido pactuado que o mesmo se acresça à taxa de juros."
[385] O pacote de incentivos foi complementado pelas seguintes normas: Circular nº 230 e Resolução nº 300 (redução de prazo para amortização), Circular nº 305 (redução da alíquota do Imposto de Renda), Resolução nº 63 (isenção do IOF para operações de repasse por meio da Operação 63).

consideravelmente a vulnerabilidade externa brasileira diante das mudanças no quadro internacional.[386]

Os incentivos não foram suficientes para suprir a necessidade de recursos que, de fato, pelas aspirações do II PND, representavam uma tentativa de conter o "hiato de recursos".[387]

No ano de 1976, para novamente incentivar a captação de recursos externos, o governo muda o foco anterior de incentivos, que era de baratear o crédito manipulando o custo final de recursos, para elevar o custo do dinheiro captado no mercado interno, liberando as taxas de juros e encarecendo o crédito doméstico.[388]

No mesmo ano começa a haver uma recuperação no panorama da economia mundial e com ela a retomada dos níveis de exportação e diminuição das importações. As operações retornam à normalidade, quando, após o direcionamento de imensas massas de valores decorrentes dos ganhos dos países da OPEP e a posterior reciclagem dos "petrodólares", o euromercado volta a ser inflacionado e retoma sua liquidez, oferecendo empréstimos com juros negativos. As expectativas do governo militar permaneciam míopes, pois insistiam em considerar que as facilidades do crédito decorriam da credibilidade brasileira frente ao mercado internacional.[389]

A dívida aumentava, mais do que nunca, e novamente os empréstimos foram usados para acumular reservas e pagar seus serviços. Dessa vez com mais intensidade, os encargos da dívida passam a representar 36% do acréscimo do seu valor total e as reservas, 40%, demonstrando que a contração de empréstimos novamente teve caráter financeiro e não serviu para cobrir um "hiato de recursos". A diferença para o período anterior é que, a

---

[386] BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p. 75.

[387] "A presente estratégia de rápido crescimento, de rápido endividamento e de crescente dependência da importação de bens de capital – impondo a necessidade de crescentes exportações – está suscitando uma estrutura de produção muito desequilibrada e implica em crescente vulnerabilidade às perturbações exógenas. É preciso acentuar que há alternativas para essa estratégia, e parece difícil acreditar que a economia brasileira não se poderia ajustar a auma estrutura diferente de produção, entre consumo e investimento, que implicasse em menor dependência de transferências externas – tanto de empréstimos em moeda quanto de importações de bens de capital". WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973, p. 33.

[388] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 49.

[389] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 109.

essa altura, a dívida, que não parou de ser tomada, representou um enorme acréscimo de encargos.

Não bastasse a liquidez internacional, o governo ampliou os incentivos concedidos aos empréstimos externos, liberando as taxas de juros para garantir um diferencial que tornasse vantajoso o crédito estrangeiro. O aumento da taxa de juros interna ocasionou uma expansão ainda mais intensa da dívida mobiliária federal, pelas mesmas razões indicadas anteriormente.[390] Outro fator que, ligado ao endividamento externo, ocasionou o aumento da dívida pública foi a nova tentativa de neutralizar o efeito inflacionário do aumento das reservas via colocação de títulos no mercado. A "ciranda financeira" orquestrada entre governo, bancos, empresas e empresários, aumentava seu movimento.

De acordo com Maria da Conceição Tavares:

> O crescimento do endividamento externo a partir de 1976 é inteiramente estéril, do ponto de vista real. Isto é, não corresponde, por qualquer conceito, à famosa "poupança externa", já que coincide com a desaceleração da taxa de investimento e com a diminuição da demanda de importações por bens de capital e insumos complementares à produção interna. Em outras palavras, a dívida externa torna-se estéril do ponto de vista das necessidades de importação e cumulativa do ponto de vista financeiro. (...). Na verdade, toda a dívida externa financeira recente pode ser considerada como um mecanismo "fictício" de acumulação de capital financeiro que permite a transferência intercapitalista de lucros a favor de banqueiros internacionais que para aqui dirigem o seu excesso de "liquidez internacional", movidos pelo diferencial entre juros internos e juros externos que torna atraente o mercado financeiro brasileiro. Consideramos esse mecanismo de transferência externa "fictício" porque decorre de um jogo contábil através da conversão de uma moeda, o "cruzeiro", permanentemente sobrevalorizada em relação ao padrão monetário internacional. Esta sobrevalorização se dá tanto pelo manejo da taxa de câmbio, quanto pela correção monetária dos títulos da dívida pública brasileira, que são o novo "dinheiro financeiro" interno. Estes títulos aparecem numa primeira etapa (1971/1974), como a contrapartida "monetária" da dívida externa, mas acabam por acelerar-se, mais do que ela, com o movimento de circulação financeira especulativa a partir de 1975/76. (...). A pergunta que se poderia fazer, porém, é por que o governo não tentou mais cedo reescalonar a dívida e optou por endividamentos crescentemente superiores aos necessários para o seu serviço? É certo que esse movimento resulta numa forte elevação das reservas e portanto parece uma "salvaguarda de emergência" para as eventualidades de uma disrupção do mercado financeiro internacional. Mas, por outro lado, resulta também numa elevação da já fortíssima carga financeira da dívida e representa um jogo no escuro contra o futuro próximo.[391]

[390] BIASOTO JR., Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento do setor público. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 16, n. 3. Porto Alegre, 1988, p. 70.

[391] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 128-129.

Ainda em 1976, o discurso oficial volta a ser o de combate à inflação e de assegurar as metas do orçamento monetário. Há um movimento também do governo para regulamentar a "ciranda financeira", por meio da Resolução nº 366, pois a criação da quase-moeda estava atrapalhando os "esforços de contenção monetária"[392]. Ao mesmo tempo, com a Resolução nº 367, ao liberar as taxas de aplicação e captação das financeiras e bancos de investimento, o governo "constituía importante passo na direção da liberação generalizada das taxas de juros"[393]. O quadro, no entanto, não se revertia. Segundo Davidoff:

> (...) segundo as autoridades, não só eram infundadas como tendenciosas as críticas de que a política monetária acabava provocando o agravamento do processo inflacionário pelo impacto que a elevação da taxa de juros exercia sobre os custos das empresas e pela ciranda auto alimentadora via crescimento das reservas internacionais e expansão da dívida pública.[394]

Em 1977 foi instituído um mecanismo que protegia os tomadores de empréstimos de perda cambial (Resolução nº 432), à semelhança do que fora feito antes com os bancos, permitindo o depósito do contravalor da dívida em cruzeiros no próprio Banco Central por meio dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME). Os depósitos voluntários eram feitos por bancos comerciais e de investimento que repassavam às autoridades monetárias recursos não utilizados e captados na forma da Resolução nº 63 e da Lei nº 4.131, sendo que os encargos desses recursos (correção cambial, juros e *spread*) também passavam a ser custeados pelas autoridades.

O risco da oscilação da política cambial passou a ser exclusivo da autoridade monetária brasileira, representando uma forte atratividade do uso desse mecanismo pelos bancos, pois passou a oferecer-lhes ganhos excepcionais em razão das maxidesvalorizações cambiais[395]. Desse modo:

> Outra alteração fundamental corresponde ao aumento substantivo das operações cambiais, que passam de 11,73% do passivo do conjunto de bancos privados em 1971 para 26,3% em 1978, o que mostra a capacidade destas instituições tirarem proveito de fontes atrativas de captação de recursos, de modo a ampliar suas margens de ganho estipuladas em suas operações ativas. Como as taxas de juros externas, ao menos até meados da segunda metade da década de 1970, eram bem inferiores às domésticas, ante o contexto de elevada liquidez no mercado internacional, os bancos comerciais privados não hesitavam em ampliar suas obrigações externas, notadamente via Resolução 63133. Estas passam de R$ 6,29

[392] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 53.
[393] Ibid., p. 53.
[394] Ibid., p. 56.
[395] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 110-111.

> bilhões para R$ 28,6 bilhões entre dez.1971/dez.1978 (Tabelas 2). Em 1979, o total das operações cambiais atinge R$ 94,1 bilhões (preços de dez.2007), o equivalente a 32,2% do total do passivo do conjunto dessas instituições.
> (...).
> Com essa estratégia, essas instituições [bancos estrangeiros] buscavam principalmente tirar proveito das excepcionais condições de captação de recursos no mercado internacional, potenciando as operações de repasses e lastreadas em moeda estrangeira, as quais lhes permitiam trabalhar com elevadas margens. No que diz respeito aos bancos brasileiros, em particular, inicialmente o processo de internacionalização respondeu às oportunidades de ganhos possibilitadas pelo euromercado e às estratégias concorrenciais implementadas por estas instituições para se diferenciarem dos demais competidores. A partir de 1979, o principal determinante deste processo passa a ser o estímulo governamental para a captação de recursos externos, traduzido na forma de uma política monetária restritiva e imposição de limites à expansão das operações de empréstimos com recursos externos.
> (...).
> Com a assunção crescente de passivos em moeda estrangeira, estas instituições apropriavam-se de elevadas margens nos repasses destes recursos ao mercado interno, seja para as operações de crédito ao setor privado, seja para a aquisição de títulos públicos, além de estreitarem os vínculos com o sistema financeiro internacional, o que lhes possibilitou a obtenção de elevados níveis de rentabilidade ao longo dos anos 1970. Considerando-se o interregno 1976/1979, para o qual os dados se achavam disponíveis, em nenhum ano a rentabilidade do patrimônio dos bancos privados no Brasil foi inferior ao registrado pelas empresas nãofinanceiras.[396]

Além disso, os recursos retidos eram utilizados pelo Banco Central para subsidiar as operações de trigo, gasolina, etc., numa clara confusão entre orçamento fiscal e monetário, encobrindo os desequilíbrios das contas públicas.[397]

Como um dos focos do II PND era o fortalecimento das empresas estatais, e havia uma retração natural à absorção de crédito pelo setor privado face à recessão mundial, também passaram a serem elas as principais tomadoras de recursos dos bancos internacionais. O financiamento da atividade empresarial do setor público passou a ser quase que exclusivamente arcado pelo estrangeiro.

Em 1979 houve o segundo choque do petróleo e o Brasil retorna à dinâmica de baixa exportação e aumento dos gastos com importação, ocasionando déficit na balança comercial. A baixa possibilidade de crescimento econômico vem acompanhada da aceleração inflacionária nos países centrais.

---

[396] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 112-114.

[397] BIASOTO JR., Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento do setor público. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 16, n. 3. Porto Alegre, 1988, p. 70.

O discurso oficial fazia um *mea culpa* dos períodos anteriores; do excesso do endividamento externo, que contribuiu para o crescimento da inflação, ao perfil da dívida pública interna, que deveria escapar do curto prazo. No entanto, permanecia o ideário "delfiniano" de crescimento econômico a todo custo e mais uma vez diante de uma nova crise de abastecimento de petróleo.[398]

O discurso, em que pese reconhecer os malefícios causados pelo endividamento externo, não representava uma mudança de paradigma quanto à necessidade de sua contração, mas, contrariamente ao que bradava todo o falatório anterior, relegava a culpa à administração dessa dívida. Se ela fosse controlada e se diminuído o volume dela, o problema estaria resolvido. Os novos empréstimos, contraídos pelas estatais, serviriam apenas para rolar a dívida. Por sua vez, o crescimento econômico elevado conseguiria acabar com o "hiato de recursos".

Novamente o país sente o efeito cumulativo dos encargos sobre a dívida. A situação piora drasticamente quando, ainda em 1979, a taxa de juros dos EUA, que influencia em todas as outras, é praticamente dobrada.[399] Como a maioria dos empréstimos possuía cláusula que permitiam a flutuação das taxas de juros, correspondente a "três quartos da dívida externa brasileira de médio e longo prazo"[400], o aumento do passivo se dá mesmo sem a contração de novas dívidas. Ante essa elevação de juros, os empréstimos obtidos pelo Brasil se tornaram insuficientes para cobrir os próprios juros vencidos da dívida, obrigando-se a utilizar grande parte de suas reservas internacionais e a contrair novos empréstimos a prazos e custos abusivos.[401]

Está aí o resultado da perversa dinâmica de subordinação dos fluxos financeiros mundiais: a recessão do centro reduz as exportações da periferia, acompanhada de elevação de taxas de juros internacionais em razão da contração do crédito. A junção desses dois elementos faz explodir as contas dos países periféricos.[402]

No ano de 1981, a conjuntura se modifica mais uma vez e o Brasil experimenta uma onda de crescimento econômico com resultado favorável da balança comercial. A

---

[398] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 75-78.
[399] GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo. São Paulo: Record, 2003, p. 146.
[400] BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p. 75.
[401] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**., op. cit.
[402] Ibid., p. 21.

política econômica que favoreceu o equilíbrio foi resultado da pressão imposta ao governo brasileiro pelos credores internacionais, que exigiram a implantação de políticas ortodoxas de cunho recessivo, como o corte dos gastos públicos (aumento da carga tributária e redução dos subsídios), controle quantitativo da expansão do crédito, liberação da taxa de juros praticadas no segmento livre do mercado financeiro e contenção salarial.[403]

O ajuste recessivo, no entanto, não modificou o impacto cumulativo das contas externas. A restrição dos empréstimos imposta pela política ortodoxa não impediu a prática, pelos bancos internacionais, de altos *spreads*. O montante que podia ser contraído foi suficiente apenas para cobrir as contas financeiras, esvaziando as reservas cambiais. Essa situação deixou a economia brasileira completamente vulnerável e "expostas às vicissitudes do sistema bancário internacional".[404] Daí por diante "o controle das importações – e a defesa da indústria nacional – seria feito exclusivamente com base nas políticas cambiais e fiscais"[405].

A obtenção de crédito internacional para suprir o serviço da dívida e aumentar as reservas internacionais fez com que o Banco Central mantivesse uma grande parcela dos recursos para si, pois a crise fazia com que não aparecessem os tomadores finais.

Ao fim, a dívida externa foi tomada pelas empresas estatais, que entre 1979 e 1980 já correspondia à absorção de 77% do total dos empréstimos contraídos, levando ao que Davidoff conceituou como "estatização da dívida externa". Diante da crise internacional e da abstenção das empresas privadas em contraírem crédito, e da necessidade de mais endividamento para rolar a dívida, o país viu como única alternativa o endividamento de suas estatais, sobre as quais mantinha controle.[406]

No lugar de tentar renegociar os termos da dívida, o Brasil optou por "administrá-la bem" e permanecer com o endividamento externo para rolá-la enquanto o país se recompunha economicamente.[407]

---

[403] CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984, p. 23.
[404] Ibid., p. 24.
[405] Ibid., p. 86.
[406] Para um aprofundamento do assunto, ver o capítulo III da tese de Davidoff "O endividamento visto sob a ótima dos tomadores de recursos externos", que vai da página 109 a 143.
[407] BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p. 77.

No ano de 1982 a crise da dívida externa teve como sua primeira vítima o México, que declarou a moratória. Os demais países sentiram os efeitos diretos por meio do corte do financiamento internacional dos bancos privados internacionais.[408]

Mônica Baer pontua um aspecto importante desse processo, que foi o direcionamento da política econômica às necessidades de gestão de contas do balanço de pagamentos:

> Em suma, com relação ao mais importante aspecto da abertura financeira brasileira na década de 70, isto é, o endividamento externo, conclui-se que este foi potencializado no período 1978-1982 pela forte elevação das taxas de juros internacionais (...). Durante esse período os bancos privados internacionais sancionaram um processo acumulativo de endividamento e posteriormente, com a moratória mexicana, cortaram abruptamente o crédito internacional ao país. Nesse choque externo e na maneira como ele foi enfrentado através da gestão da política econômica interna encontra-se a causa básica da crise fiscal e de financiamento do setor público brasileiro. O acúmulo do passivo externo e seu serviço financeiro subordinaram a formulação da política econômica às necessidades de gestão das contas do balanço de pagamentos, diante do corte abrupto do crédito internacional, e ao ajuste no setor público, diante da concentração do passivo neste âmbito. Este ajuste abarca questões fiscais e de financiamento interno.[409]

O acúmulo de depósitos registrados em moeda estrangeira e o crescimento da dívida externa das empresas estatais levou o Brasil ao colapso da dívida externa.[410] A partir daí o Brasil decidiu finalmente iniciar as negociações da sua dívida com a intermediação do Fundo Monetário Internacional.

Entre idas e vindas – diretamente com os bancos credores ou com o FMI, com maiores ou menores concessões[411] – o principal ponto a ser destacado, sobre o qual voltaremos no capítulo seguinte, foi o acordo realizado a partir de 1993 no governo Itamar Franco com a presença de Fernando Henrique Cardoso na condução dos negócios.

II.6. Financeirização precoce: dívida interna, dívida externa e o desmonte do sistema financeiro nacional

[408] BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p. 77.
[409] Ibid., p. 80.
[410] BIASOTO JR., Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento do setor público. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 16, n. 3. Porto Alegre, 1988, p. 72.
[411] Sobre as negociações nos períodos pós-1980 ver os trabalhos de: Geraldo Biasoto Junior (BIASOTO JR., Geraldo. **Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta.** Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1988) e Monica Baer (BAER, Monica. **O rumo perdido**, op. cit.).

A ditadura civil-militar foi marcada por fortes oscilações durante todo o seu interregno. Após a reestruturação do sistema financeiro, tributário e administrativo, partiu-se para a extrema busca do crescimento econômico, onde foi erguido o castelo que tanto se orgulharam os militares. Quase um decênio depois, o castelo ruiu e o Brasil entrou numa depressão profunda, em que os ímpetos desenvolvimentistas foram deixados para trás para que o país, primeiramente, pudesse recobrar os contornos da normalidade.

É possível afirmar, como bem acentua José Luís Fiori em sua tese de titularidade "Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira", escrita em 1988, que ao final do governo comandado por Geisel houve o abandono total do desenvolvimentismo para fazer frente aos interesses do capital financeiro, cujo principal enredo era formado pelos bancos internacionais, nacionais e pelo grande capital produtivo estrangeiro. Morria o projeto de um Brasil dinâmico sobre as bases de um sistema financeiro forte e funcional ao desenvolvimento e que auxiliariam a empresa nacional, privada e estatal, a erguerem-se como protagonistas do sistema capitalista dependente.

Houve um esforço dos autocratas, num primeiro momento, de estruturar um sistema financeiro como intermediário e coadjuvante do capital produtivo. O PAEG e as reformas que lhe tiveram como base, mesmo que desvirtuadas ao longo do caminho, ainda estavam ancorados nesse ideário. O I PND e o II PND, em que pese o "capitalismo selvagem" e altas doses de endividamento externo do primeiro e o surrealismo megalomaníaco do segundo, ainda assim constituíam-se como planos que tinham como protagonista o capital produtivo.

Não se quer dizer aqui, evidentemente, que planos que tenham como fim o crescimento produtivo sejam suficientes para o desenvolvimento econômico. Como se sabe, o "milagre" observado no período ditatorial renunciou qualquer possibilidade de desenvolvimento social, beneficiando setores já privilegiados em detrimento do decréscimo da qualidade de vida do restante da população e da liberdade de agir e pensar.

Como bem acentua André Ramos Tavares:

> Vê-se que o regime militar não incluía como preocupação a dominação dos mercados, o combate aos monopólios e oligopólios ou a igualdade de oportunidades, não tinha, portanto, como meta, promover uma equitativa livre iniciativa econômica nem fomentar sadiamente o mercado interno nacional. Pelo contrário, o Governo militar contribuía, diretamente, para aumentar a concentração do poder econômico e renda, seja privadamente, seja regionalmente. (...).
> Em suma, o modelo de desenvolvimento da ditadura militar esteve alicerçado na produção para o mercado externo e ínfima parcela do mercado interno (que podia

> consumir), em sistemas de correção da inflação apenas setoriais, arrocho salarial e dependência financeira internacional.[412]

O desenvolvimento do capitalismo financeirizado, como será demonstrado ao longo do trabalho, não seria possível sem as modificações estruturais internas e os entrelaçamentos externos realizados pelo regime autocrático.

Podemos considerar que os principais movimentos que levaram a uma possível "financeirização precoce", isto é, à predominância dos interesses do capital monetário sobre o capital produtivo e a introdução da lógica rentista como determinante dos rumos da política econômica do Brasil, foram as operações de curtíssimo prazo chanceladas pelo Banco Central no manejo da dívida pública e a abdicação do controle sobre a política monetária; o excesso, anomalia e descontrole sobre o endividamento externo; e a conformação do sistema financeiro nacional à essa dinâmica. Miguel Bruno define o período como o "processo de redefinição do Estado como garantidor e avalista do capital financeiro privado"[413].

Assim, além do componente externo vinculado à mundialização financeira, consubstanciado no início da inserção do país na nova dinâmica imposta pelo circuito do mercado financeiro mundial, também o sistema financeiro nacional foi incorporado à lógica puramente especulativa, pois, como bem pontua Chesnais "[n]ada é mais seletivo do que um investimento ou uma aplicação em busca de rentabilidade máxima"[414].

O governo militar, logo quando inaugurou seu planejamento com o PAEG, tratou de reestruturar o sistema financeiro nacional para que pudesse atender à demanda de financiamento do desenvolvimento econômico. Para tanto, desenvolveu as financeiras para o crédito ao consumo; o banco de investimento para financiamento a longo prazo; o banco comercial para financiamento de capital de giro e consumo familiar; distribuiu incentivos tributários para fomentar a atividade do mercado de capitais; definiu a atividade do Banco Central; instituiu as ORTNs para, em regime temporário, suprir as deficiências causadas pela alta inflação nos contratos e auxiliar o financiamento do Estado.

---

[412] TAVARES, André Ramos. Facções privadas e política econômica não democrática na ditadura brasileira. **Revista Brasileira de Estudos Constitucionais – RBEC**, ano 9, n. 32, p. 1047-1066, maio/ago. 2015. p. 1060.
[413] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1034.
[414] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 67.

Após montada toda a estrutura financeira e administrativa, retomado o crescimento econômico e diminuído o índice inflacionário, Castelo Branco abria as portas das obras do palácio para a sua finalização com o "milagre" de Costa e Silva, Geisel e Delfim Netto.

Logo na entrada, o governo decidiu que o sistema financeiro, ainda embrionário em sua reestruturação, não era capaz de atender à demanda para o financiamento do rápido crescimento econômico prometido. Também era preciso ajustar a balança de pagamentos, pois havia um "hiato de recursos" que demandava a entrada de capital estrangeiro. Ao mesmo tempo, havia uma abundante e barata oferta de crédito internacional. A reestruturação do sistema financeiro já havia permitido a entrada do capital de empréstimo por meio da Lei nº 4.131 e da Resolução nº 63, faltava apenas estruturar as normas para um melhor enquadramento aos objetivos contidos no plano de desenvolvimento.

No entanto, o endividamento externo inicial, contraído entre os anos de 1969-1973, período do milagre econômico, como bem mostrou Davidoff, acabou sendo uma escolha meramente financeira. As empresas optaram por um endividamento que era mais barato do que o crédito interno, ou seja, não seria necessário ter recorrido à poupança externa para financiar o crescimento econômico. Num segundo momento, de fato, foi observado um "hiato de recursos" que demandava a entrada de dólares para suprir a falta deles. Depois disso, o endividamento externo se autoconsumia por meio da rolagem da dívida e, quando as empresas não mais estavam interessadas em se endividar, o governo fez com que as empresas estatais demandassem o financiamento. A dívida, bradada pela ditadura militar como "bem administrada", teve sua fonte secada após a moratória mexicana de 1982.

O excesso da dívida externa e a má administração, por outro lado, atropelaram as reformas do sistema monetário e financeiros nacionais. Enquanto as instituições domésticas tentavam se estruturar para garantir a expansão de crédito baseado no mecanismo da correção monetária, o governo militar se utilizava de expedientes que transformavam a captação do crédito externo uma opção mais vantajosa em termos de taxas de juros reais, desviando a atuação dessas instituições da concessão de crédito à produção e ao consumo para atividades outras que seriam capazes de proporcionar maiores rendimentos, como operações de especulação e arbitragem com câmbio e juros.[415]

[415] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 52-53.

Ao mesmo tempo, grande parte da dívida externa, quando utilizada como forma de fazer política monetária para neutralizar o efeito das altas reservas internacionais sobre a inflação, era transformada em títulos públicos federais, aumentando o saldo devedor do Estado.

As multinacionais e os bancos estrangeiros foram os principais beneficiários dessa sistemática. As primeiras, pelas facilidades da Lei nº 4.131, ao tomarem recursos de suas filiais sob a forma de empréstimo quando na verdade se tratava de aumento de capital; os segundos, porque acharam no Brasil e nos demais países da América Latina um mercado ávido por financiamento num momento em que precisavam expandir suas fronteiras para além-mar.

Mas os bancos nacionais não ficaram de fora[416]. Em que pesem os prejuízos ao sistema financeiro nacional quanto à sua funcionalidade, suas instituições trataram de tomar para si os benefícios quanto às diferenças de prazos entre captação de empréstimo estrangeiro e de repasse interno, além da diferença entre juros externos e internos dos empréstimos sob a forma de aplicação em títulos de dívida pública:

> A diferença de juros é paga contabilmente através do poder de regulação do Estado sobre a taxa de câmbio e sobre a emissão de títulos de dívida governamental. Ou seja, é "socializada" de uma maneira que representa apenas um endividamento crescente do Estado, tanto interno quanto externo, que terá de ser resolvido no futuro (talvez mais próximo do que se imagina) por seu poder de arbítrio interno e seu poder político de negociação internacional, ambos em forma contraditória, já que tem de representar necessariamente grandes interesses conflitantes.[417]

O endividamento externo não foi uma novidade do governo ditatorial, mas é a partir dele que são tomadas quantias sem precedentes, inicialmente por uma mera escolha creditícia, marcando o início da inserção brasileira no circuito da valorização financeira mundial. É a partir do colapso da dívida externa – que não nos levou à moratória como o México de 1982, mas quase isso – que o Brasil é submetido aos ajustamentos dos órgãos

---

[416] Carlos Lessa também chama a tenção para o interesse do sistema financeiro nacional em toda a dinâmica da dívida externa: "Porém, tudo isto são migalhas em relação ao grande banquete propiciado ao setor. O setor privado viu-se na reversão cíclica no lugar principal da mesa. Em posição privilegiada em relação às operações do *open market* e diretamente articulado com o mercado financeiro internacional, o setor financeiro privado colheu benefícios crescentes da atividade financeiro-especulativa do período. Não cabe no âmbito deste trabalho um exame dessa colheita. Neste momento quero sublinhar seu prazer quando no banquete foram concitados a comer mais. P. Lira, no XI Congresso Nacional dos Bancos, conclamou-os a 'preservarem a capacidade de levantar recursos no exterior'". LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento**, 1974/76; sonho e fracasso. 2a ed. Campinas: IE – Unicamp, 1998, p. 211.

[417] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 131.

financeiros "internacionais" e que, sob um Estado desenvolvimentista fragilizado e falido, são impostos os ideários neoliberais no início da década de 1990.

Segundo Francisco de Oliveira, não houve um esforço, por parte do regime ditatorial, para resolver o problema do financiamento interno da expansão do capital, conclusão herdada dos anos anteriores ao regime:

> O endividamento externo apareceu então como a "solução", e por esse lado abriu as portas à financeirização da economia e das contas do Estado brasileiro, que ficou patente no último governo militar da ditadura, sob o mesmo czar das finanças que havia imperado no período do "milagre" brasileiro, que, talvez por ter Antonio no nome, fosse considerado milagreiro. Revelou-se um enorme farsante.[418]

É por essa razão que Paul Singer afirma que entramos numa nova fase da dependência a partir da década de 1980. A dependência passou a ser "desejada", pois tida como "ingrediente indispensável num mundo em que as nações perdem significado econômico e em que impera a liberdade de iniciativa das empresas e dos indivíduos"[419].

Do mesmo modo, ao analisar a dívida externa, Samuel Kilzstajn faz similar apontamento:

> Não podemos deixar de salientar que o circuito financeiro internacional inaugurado na segunda metade dos anos sessenta, com os dólares americanos sendo primeiramente absorvidos pelos demais países capitalistas desenvolvidos que, num segundo momento, integram os países do "Terceiro Mundo" através do euromercado de moedas, segue, do ponto de vista geopolítico, os mesmos passos, faz clara analogia, ao movimento da internacionalização do capital produtivo no pós-guerra, descrito no primeiro item desta introdução. Da mesma forma em que, na esteira do "Plano Marshall", os capitais americanos reconstroem os países capitalistas desenvolvidos e os capitais dos "reconstruídos", seguidos pelos capitais americanos, passam a "desenvolver" o "Terceiro Mundo", os dólares americanos, fora de suas fronteiras nacionais, amplificam o euromercado de moedas que, por sua vez, acaba inserindo o "Terceiro Mundo" no circuito financeiro internacional que se segue à crise do dólar.[420]

A mundialização financeira, para além de instaurar uma nova forma de dependência por meio da integração entre os mercados financeiros, implanta a lógica rentista por onde passa. O embrião dessa lógica perante o Estado brasileiro também foi perceptível, ainda que sensivelmente, na mudança de comportamento do sistema financeiro brasileiro e na condução da política econômica dos governantes militares.

---

[418] OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista: o ornitorrinco**. 4. reimp. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 132.
[419] SINGER, Paul. De dependência em dependência: consentida, tolerada e desejada. **Revista Estudos Avançados**, v. 12 (33), São Paulo, 1998, p. 127.
[420] KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984, p. 49.

Ao se centrar na captação de recursos externos, o governo militar deixou o sistema financeiro agir conforme a liberdade de mercado. As intervenções que fazia eram no sentido de liberar ou restringir o crédito conforme a necessidade de endividamento externo. Ou, como se deu no início do regime, instituir uma correção monetária com o intuito de tornar mais segura e incentivar a concessão de crédito de longo prazo e tornar os bancos livres das limitações da lei da usura. Nesse caso, o governo, por algumas vezes, também atuou no sentido de diminuir os efeitos da "inércia inflacionária" ao manipular os ganhos decorrentes da correção monetária; mas a investida contra o índice levou apenas ao abandono da ORTN como indexador e a substituição dela pela taxa de juros do mercado financeiro (*overnight*). Também houve uma tentativa de conter os avanços do poder das instituições financeiras sobre o Estado quando Simonsen interveio no Banco Halles em 1974[421].

As ORTNs, aliás, inicialmente criadas para diminuir os efeitos da alta inflação e, como título público, para financiar o déficit estatal, passaram a ser um instrumento de alta rentabilidade para os bancos. Depois que o Estado não mais precisava emitir títulos para cobrir seu déficit, passou a utilizá-los para fins de política monetária, criando a Letra de Tesouro Nacional – e, posteriormente, novos instrumentos que cumpriam o mesmo ou mais intensificado papel –, de mais fácil manipulação no mercado aberto.

A administração da dívida pública interna, com a maciça distribuição de títulos pelo público, levou ao acúmulo desses títulos, majoritariamente, pelas instituições financeiras. Essas instituições conseguiram multiplicar seus excedentes por meio da operação da "ciranda financeira", pois, ao mesmo tempo em que mantinham suas reservas bancárias voluntárias rendendo juros e correção, poderiam comercializar os títulos com terceiros e ganhar excedentes sobre eles com o Banco Central cobrindo as operações.

[421] "(...) o ministro cedo se defrontou com as 'minas' que a administração anterior deixou armadas no sistema bancário. Aqui, novamente, o movimento inicial seguiria o figurino prescrito nos receituários ortodoxos. Simonsen fora um crítico convincente, e nisso cercado de razão, da estrutura permissiva do sistema financeiro brasileiro, onde o governo se tornara um bancador de última instância das aplicações do público, independentemente da idoneidade do intermediário e do caráter especulativo da aplicação. Escreveu um ensaio sobre isso, concluindo que nessas condições as taxas de juros jamais poderiam baixar desde a ponta da captação, pois na ausência de risco o investidor seria sempre atraído pelas maiores taxas, e uma maior taxa sempre seria oferecida na guerra competitiva entre os bancos. (...). Foi, pois, com o propósito de reintroduzir o conceito de risco no mercado financeiro, através de um ato cirúrgico exemplar, que Simonsen concordou em detonar o conglomerado Halles (...). Contudo, essa primeira experiência de intervenção do Banco Central (...) longe de constituir em exemplo e advertência, revelou-se um completo fiasco". TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985, p. 51-54.

Os bancos passaram a criar um novo tipo de moeda, diferente daquela que circulava entre os demais cidadãos, acrescida de juros e correção monetária. Essa nova moeda foi denominada por alguns autores de "moeda indexada" ou "dinheiro financeiro". Assim, coexistiam dois dinheiros: o de curso forçado (papel-moeda e depósitos à vista), continuamente desvalorizado pela inflação, e o que é valorizado a partir de um padrão imposto pelo Estado.[422]

A extrema liquidez dos títulos públicos decorrente da atuação do Banco Central e a proteção desses títulos contra a inflação tornam os papéis os ativos financeiros mais procurados. Posteriormente, foram criados pelo sistema financeiro demais títulos de dívida, também de alta liquidez e de curtíssimo prazo, baseados nas taxas arbitradas pelos títulos públicos.

De acordo com Maria da Conceição Tavares:

> Desde a instituição da "carta de recompra" tornou-se possível converter quaisquer títulos financeiros de dívida direta em indireta. A passagem dos títulos das instituições emissoras para as grandes corretoras permite "picar" no mercado aberto, através de qualquer corretora menor, uma grande massa de títulos de qualquer prazo de maturação. Todos estes títulos ficam "líquidos" no mercado, de uma forma perversa, já que podem ser negociados com deságios sucessivos aumentando a circulação acelerada de papeis e subindo a taxa de desconto global de qualquer papel. (...). A circulação financeira destes títulos cria um mercado de "dinheiro endógeno" ao sistema financeiro, um dinheiro propriamente financeiro, que pode especular à vontade, valorizando-se a si mesmo. Essa valorização se dá nas operações sucessivas de repasse dos títulos, graças ao compromisso de recompra, mas sobretudo graças à confiança em última instância nas operações de cobertura do Banco Central.[423]

A facilidade e o risco com que eram manipulados esses títulos tornaram-se os principais instrumentos do movimento especulativo. A expansão da dívida externa para pagar os seus serviços, em contrapartida, ao forçar a emissão de mais títulos públicos, contribuiu para a formação desse mercado. O governo, na busca de novos recursos estrangeiros para saldar os serviços da dívida externa, força a alta dos juros para que a captação de crédito migre do setor nacional para o internacional. O alto fluxo de dólar faz com que o governo tenha que desembolsar cruzeiros para cobrir o saldo das operações externas. No lugar de simplesmente emitir papel-moeda, emite título público e obtém os

[422] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 169.
[423] Ibid., p. 173.

cruzeiros necessários. A elevação das taxas de juros torna os títulos públicos ainda mais atraentes para aqueles que possuem recursos ociosos.[424]

Desse modo, para Maria da Conceição Tavares, é criada uma "máquina especulativa", em que as operações no mercado aberto passam a ser lastreadas por esse produto de alta liquidez e sem qualquer garantia de risco.[425]

Para Belluzzo e Almeida:

> No caso brasileiro, a concentração dos riscos no Estado garantiu o poder de compra de riqueza financeira, mas provocou outras consequências. Uma delas, talvez a mais importante, é que, ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, o Estado determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido desperta as atenções do mercado, sua demanda sobe e é satisfeita por oferta correspondente, sua remuneração se eleva, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação.[426]

Para os bancos, principalmente, torna-se um negócio mais seguro e lucrativo. As instituições substituem as dívidas das empresas por dívidas do governo extremamente seguras e fornecem aplicações nos prazos exíguos demandados pelos aplicadores. O manejo da dívida pública passou a ser a fonte de renda primária do setor bancário, pois os bancos passaram a atuar no sentido da intermediação do dinheiro financeiro em substituição da intermediação bancária, restringida pelo próprio governo militar.[427]

Todas essas mudanças criaram um contexto com altas taxas de juros associadas à alta inflação, levando à financeirização das empresas e a um círculo vicioso de baixo investimento e endividamento público, além da perda de controle do Estado sobre a política monetária exercida pelo Banco Central. Segundo Conceição Tavares:

> Aqui, na verdade, os ativos financeiros mais importantes são criados pelo Governo, com seus títulos de dívida pública, cuja funcionalidade e cuja forma de operação são basicamente servir de "instrumento de circulação financeira", num mercado aberto de títulos (*open-market*). Ao contrário de outros países, onde a dívida pública cumpre um duplo papel – o de financiador de déficit fiscal e o de instrumento financeiro negociável – no caso brasileiro os dois títulos públicos ORTN e LTN são basicamente títulos financeiros líquidos e negociáveis. Estes títulos se destinam na realidade a alimentar um circuito financeiro privilegiado a pretexto de servir de contrapartida ao manejo das contas monetárias, internas e externas. Na verdade ambos os títulos têm servido fundamentalmente de "base de

[424] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 169.
[425] Ibid., p. 177-179.
[426] BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 18.
[427] Ibid., p. 154.

> expansão" para a circulação financeira, já que o Tesouro não apresenta déficits de caixa que resultem de déficit fiscal.[428]

Como observa Belluzzo e Almeida, as funções da indexação e da dívida pública foram desvirtuadas para servirem de "lastro à moeda indexada" e para dar base à arbitragem entre "dinheiro velho" e "dinheiro financeiro". O novo modelo também desvirtuou as operações bancárias típicas, de fornecer crédito à produção e circulação de bens, para uma nova forma de intermediação: a "intermediação do dinheiro financeiro passou a dominar amplamente o negócio bancário"[429].

Nesse contexto, é importante relembrar uma das características da "financeirização originária" dos Estados Unidos, acentuada por José Carlos de Sousa Braga, e que em muito se assemelha à tentativa brasileira:

> No plano *nacional*, o padrão de riqueza típico é o institucionalizado nos Estados Unidos, através da concorrência acirrada, nos mercados creditício e de capitais, interconectados pela securitização, praticada por bancos, corretoras, nas parcerias com investidores institucionais e corporações industriais, administrando um amplo espectro de títulos e moedas conversíveis, numa perspectiva de *gestão de ativos*. Nesse sentido, o espaço nacional, por excelência, onde se verifica, com a participação de capitais mundializados, o novo tipo de interação entre moeda, crédito e patrimônio. Nos Estados Unidos se cristaliza um sistema monetário e de financiamento, calcado mais nos ativos financeiros do que na moeda e nas reservas bancárias, proeminente na valorização financeira e patrimonial, e desde o qual se põem, pelo banco central americano, as condições para que o dólar seja o dinheiro da financeirazação global.[430]

Chesnais, numa abordagem similar, também enfatiza o papel da dívida pública no processo de financeirização:

> Nos anos 80, a dívida pública permitiu a expansão dos mercados financeiros ou a sua ressurreição em outros países, como no caso da França. Ela é o pilar do poder das instituições que centralizam o capital portador de juros. Em seguida, a dívida pública gera pressões fiscais fortes sobre as rendas menores e com menor mobilidade, austeridade orçamentária e paralisia das despesas públicas. No curso dos últimos dez anos, foi ela que facilitou a implantação das políticas de privatização nos países chamados "em desenvolvimento".
>
> Os recursos financeiros centralizados pela dívida ficam sempre amplamente cativo dos mercados financeiros. Assim, os anos 80 viram a reconstrução dos mercados capazes de garantir aos investidores financeiros a possibilidade, em tempo normal, de revender seus ativos a qualquer momento. (...). A presença "impessoal" dos "mercados", exercida sobre os grupos industriais pelo viés do nível comparado da taxa de juros sobre os títulos da dívida e dos lucros industriais, se multiplica em formas de controle muito mais diretas, que beneficiam construções teóricas feitas

[428] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 130.
[429] BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**, op. cit., p. 157.
[430] BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 198.

> sob medida. (...). Nos Estados Unidos, o Federal Reserve (Fed) praticamente estabeleceu como princípio a obrigação de, em caso de dificuldade, fornecer aos controladores do mercado as linhas de crédito que os ajudem a manter a liquidez. Depois de ter dado ao poder da finança seus fundamentos por meio da alta das taxas de juros, se prestam a fornecer o oxigênio aos mercados, quase permanentemente.[431]

No entanto, seguindo a linha das relações de dependência, a dinâmica nacional possui características próprias que com o passar do tempo vão se adequando à realidade brasileira. O importante, por enquanto, é mostrar que a importação de um modelo para uma economia subdesenvolvida e dependente tende a chegar com vícios e distorções, como é o caso da dinâmica do mercado dos títulos da dívida pública demonstrada no tópico antecedente e da elevada vulnerabilidade causada pelo alto índice de endividamento externo.

Assim, o sistema financeiro nacional, que tinha como projeto principal financiar o desenvolvimento, começa a dar indícios de desfuncionalidade. Para Fiori:

> Como em outros momentos de nossa história econômica, a alteração das normas e instituições vinculadas ao dinheiro, crédito e financiamento, vinha também dessa vez, associada a profundas crises e transformações do Estado. (...). Se hoje chegamos claramente a este extremo, nos anos 60 foi possível criar novas formas de geração de crédito e intermediação financeira adequadas ao desenvolvimento industrial já alcançado. Foram elas entretanto, as quais, realizando o possível dentro dos compromissos vitoriosos, criaram a armadilha fatal que no longo prazo estrangulou o Estado desenvolvimentista.[432]

De fato, é inegável que, com as mudanças no seu funcionamento, que levaram à modernização operativa e à compartimentalização das instituições com a divisão de tarefas, o sistema, de um modo geral, permitiu a fluidez do mercado monetário e creditício.[433]

A expansão da liquidez, com o desenvolvimento de novas formas de endividamento que saíam do espectro bancário e, principalmente, potencializada pela sistemática de emissão de títulos de dívida que impulsionou o mercado de capitais, foi importante nessa nova estrutura.

---

[431] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 42-43.

[432] FIORI, José Luís. Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988, p. 174.

[433] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982, p. 213.

Apesar de exitoso o aspecto inicial com relação à sua funcionalidade operacional, não se pode dizer exatamente o mesmo quanto à sua funcionalidade relativa ao financiamento da produção.[434]

O sistema cumpriu suas funções de criar crédito de curto e médio prazo para as famílias e empresas, além de proporcionar a diversificação de ativos para agentes superavitários. A especialização do crédito para financiar a expansão mobiliária urbana (BNH e FGTS) e para o financiamento de consumo de bens duráveis quanto ao aprofundamento da possibilidade de endividamento familiar e da produção corrente da empresa (financeiras e bancos de investimento) conseguiu cumprir o seu papel.

No entanto, a atividade de dar apoio à acumulação real para os projetos de grande porte e que demandam financiamentos a longo prazo não foi bem desenvolvida.

A correção monetária, que deveria ter resolvido o problema, não resolveu. O crédito externo serviu majoritariamente às multinacionais e, quando captado pelos bancos nacionais, era transferido em médio e curto prazo. Restou, portanto, um sistema financeiro que tem como fonte principal de rendimento o financiamento do Estado, e não à atividade produtiva.

Ao falar da reestruturação do sistema financeiro nacional, ainda em 1971[435], Maria da Conceição Tavares chama a atenção para um possível desvirtuamento dos fins iniciais desenvolvimentistas da reforma. A separação entre a órbita real e financeira, levando a uma possível autonomização da forma financeira, à época, mostrava-se como uma tendência da relação entre as duas esferas até então:

> (...) pela própria dinâmica do processo de expansão em curso, a órbita financeira está ganhando uma autonomia relativa, que põe em risco a manutenção de uma taxa de acumulação, sem haver contribuído até o momento, de forma decisiva, para um aumento da taxa global de poupança interna da economia. Desse modo, parte dos argumentos apologéticos sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e sua influência no aumento da taxa real de poupança-investimento, macroeconômica, não tem recebido apoio da experiência concreta. (...). As relações entre expansão financeira e aceleração do crescimento parecem estar reduzidas, até esta etapa, a uma mera redinamização da economia mediante a

[434] Em sua tese, Fiori disserta também bastante sobre o tema do "prêmio à especulação" concedido pelo Estado ao gerir a dívida pública e, sobretudo, ao expandi-la com a alta absorção de recursos externos. FIORI, José Luís. Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988, p. 178-180.

[435] A autora segue a mesma linha em seus trabalhos posteriores, confirmando o diagnóstico principal esboçado no início da década de 1970. Conferir: TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998; e TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985.

> expansão *à outrance* dum consumismo restringido e de uma euforia especulativa sem precedentes, desde os agitados tempos do auge financeiro da década de 20.[436]

O alto volume de acumulação financeira, no início da década de 1970, mais de duas vezes superior à rentabilidade média das empresas, consistia num indicativo do caráter contraditório entre a evolução da expansão real e financeira, o que levava ao forte indício de que havia uma dissociação entre as esferas. A tensão inflacionária, por sua vez, direcionou grandes volumes das empresas e pessoas físicas para a acumulação financeira, gerando um "círculo vicioso de acumulação improdutiva"[437].

O problema, para Conceição Tavares, não era propriamente a divergência entre os ritmos de acumulação, mas o "caráter recorrente" do processo, que "tende a uma redistribuição contínua do excedente em favor da órbita financeira" em razão do movimento especulativo.

Os ativos monetários, que em 1964 representavam 88% dos haveres financeiros em poder do público, em 1978 correspondiam a apenas 31% do total. Assim, para Maria da Conceição Tavares:

> Isto demonstra que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira extrabancária no Brasil, em relação à base bancária comercial, é muito superior ao grau real de desenvolvimento financeiro avaliado como proporção do PIB. Outro aspecto relevante é que a intermediação extrabancária não está ancorada, como no caso dos Estados Unidos, em sólidas instituições privadas e financeiras de grande porte (...). O nosso sistema financeiro efetivamente desenvolveu-se e diversificou-se à semelhança de uma estrutura financeira avançada, mas não apresenta uma base de captação das aplicações a prazos médios e longos capaz de garantir grande estabilidade e solidez operacional às instituições financeiras.[438]

Repise-se, para este momento, que a estrutura financeira brasileira foi embasada no modelo norte-americano da década de 1960, por ser considerado um exemplo de sistema capaz de financiar o crescimento econômico. Tratava-se de um sistema baseado na predominância do mercado de capitais como impulsionador do desenvolvimento e cuja atividade tinha uma dinâmica própria.

Antes da crise de 1929, nos EUA, no entanto, o financiamento do investimento produtivo era basicamente efetuado pelo autofinanciamento das empresas, no crédito bancário, para financiamentos de curto e médio prazo, e no mercado acionário para

---

[436] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982, p. 233.
[437] Ibid., p. 245.
[438] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 146-147.

necessidades de longo prazo. A regulamentação do sistema era bastante rigorosa, com tetos para taxa de juros dos empréstimos bancários e segmentação de funções. Isso permitia aos EUA um sistema de captação que não escapasse do controle estatal.[439]

A ditadura civil-militar, tentou, com uma reestruturação ampla, chegar a um desenvolvimento financeiro que os EUA atingiram depois de 100 anos de maturação.[440] Quis brincar com o dinheiro no mercado especulativo antes de formar uma estrutura forte de captação de recursos para o financiamento do investimento produtivo. Optou por um caminho em que a tendência à especulação e ao distanciamento da esfera financeira da real era latente já na experiência comandada pelos norte-americanos e cujo modelo, para o benefício dos seus próprios capitais, foi implantado por grande parte dos países periféricos.

Assim, querer importar para o Brasil um modelo de financiamento à produção baseado no mercado de capitais, em que há a promessa de funcionalização, liquidez e, por que não, especulação, foi um erro (assim se quer entender) de interpretação da ditadura militar brasileira. Tratou-se de uma concepção "apologética" das capacidades do mercado de capitais para financiar o desenvolvimento que, até o período, não havia mostrado a que viera.[441]

A "financeirização" observada no Brasil, portanto, pode ser examinada de dois ângulos. No externo, por meio do endividamento, foi aberto o caminho para a valorização financeira do capital estrangeiro que derrocou na crise da dívida externa e que posteriormente, como será visto no próximo capítulo, levou à incorporação dos ditames neoliberais por meio de acordos com o Fundo Monetário Internacional. Já no interno, ocorreram modificações nas estruturas do sistema financeiro no sentido de dar vazão à inserção cada vez maior do capital especulativo, cujo principal agente incentivador foi o Estado, por meio da emissão de títulos da dívida pública e chancela da moeda indexada. Essa atuação levou a um movimento de desintermediação financeira das instituições bancárias, de descontrole da política monetária e de submissão do Estado aos interesses do setor financeiro. O Estado, diante dos *vícios* absorvidos pelo sistema financeiro doméstico, como

[439] BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 198.
[440] TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998, p. 146.
[441] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982, p. 233.

a "intolerância ao risco do nosso capital bancário"[442], em que pese algumas tentativas de resistência, acabou tornando sua política econômica refém das instituições bancárias. Novamente colhendo as brilhantes palavras de Maria da Conceição Tavares:

> [a] arquitetura impressionista do 'milagre' econômico assemelhava-se a um castelo de cartas precariamente apoiado no sistema de crédito. No externo, pela abertura financeira da economia. No interno, fundamentado no instituto da correção monetária[443].

A financeirização é "precoce", pois o Brasil se antecipa, ainda que timidamente, a um movimento que passou a ser observado nas economias periféricas apenas a partir da década de 1990, tanto no que se refere às mudanças na condução da política econômica rumo à consecução dos interesses financeiros nacionais e internacionais quanto à inserção do país na dinâmica da mundialização financeira.

A atuação pode ser considerada tímida porque ainda que tenham sido observados movimentos no sentido de sobrepor a lógica financeira à produtiva, a instabilidade do regime ditatorial e do processo de redemocratização ainda não permitiam o livre fluxo de capitais especulativos para dentro do país – algumas mudanças estruturais no sistema financeiro e na própria estabilidade do índice inflacionário impediam a efetiva inserção do Brasil na mundialização financeira e foram consolidadas apenas na década de 1990.

Conforme exposição de Leda Paulani:

> O Brasil do final dos anos 1980 não estava adequadamente preparado para desempenhar seu papel na nova etapa da mundialização financeira. Em primeiro lugar, as altas taxas de inflação que persistiam por aqui produziam abruptas oscilações no nível geral de preços e em sua variação. Naquelas condições, complicava-se sobremaneira o cálculo financeiro que comanda a arbitragem com moedas e a especulação que visa a ganhos em moeda forte (a taxa de câmbio real e a taxa real de juros forem contínuas oscilações). De outro lado, com o caráter fortemente centralizado e regulado da política cambial de então, a valorização financeira porventura alcançada não tinha a liberdade necessária para pôr-se a salvo, em caso de turbulência. Portanto, não só os ganhos eram incertos, como não havia segurança de que seriam efetivamente auferidos, na eventualidade de existirem. Outro problema, também provocado pela persistência do fenômeno da alta inflação, era a dificuldade de controlar os gastos do Estado. No caso do Brasil, cuja história é muito particular no que concerne ao processo de indexação, a complicação era ainda maior, ensejando a criação de um sem-número de conceitos de déficit par lidar com a situação. A dificuldade em perceber a exata dimensão dos gastos públicos não parecia uma boa credencial para um país disposto a entrar no circuito mundial da valorização financeira. Tendo em vista o caráter rentista desse tipo de acumulação, e considerando que uma de suas bases mais importantes é a dívida pública, a anarquia nos gastos públicos produzida pela alta inflação era uma complicação e tanto, pois precarizava a extração de renda real que deve

[442] FIORI, José Luís. **Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira**. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988, p. 178.
[443] TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985, p. 33.

> valorizar "esse capital caído do céu", em que se constituem esses papéis. Nessas condições, como poderia o país ser considerado um emergente mercado financeiro?[444]

O que se tem é um indicativo de que o Estado passa a ter um papel determinante quanto à atuação no sentido de incentivar – mesmo que não se possa dizer com certeza se foi esse o fim – o interesse do capital monetário sobre o capital produtivo, tanto no âmbito interno, abrindo os caminhos para que o capital internacional se ajustasse e fazendo crescer ainda mais o poder das instituições financeiras nacionais à custa do endividamento público, como no âmbito externo, admitindo a ampla e já incipiente abertura do mercado para a força do capital financeiro de origem internacional.

"O que resta da ditadura?" ou "O que resta da transição?"[445] são, portanto, questionamentos pertinentes se levarmos em conta que foi na ditadura militar em que se forjaram as bases para o que alguns autores vieram a considerar como um Brasil dominado financeiramente, ou, utilizando a expressão cunhada por Leda Paulani, um Brasil que serve como "plataforma financeira da valorização".

[444] PAULANI, Leda. **Brasil Delivery**: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008, p. 94.

[445] Ambas as expressões são referências tiradas de duas importantes obras para se entender a herança do período ditatorial: "O que resta da ditadura: a exceção brasileira" livro organizado por Vladimir Safatle e Edson Teles que expõe; e "Ditadura: o que resta da transição", organizada por Milton Pinheiro.

CAPÍTULO III – CONTINUIDADE: FINANCEIRIZAÇÃO CONSOLIDADA

III.1. Pressupostos de análise

Dando continuidade à organização apresentada no capítulo anterior, também aqui o capítulo é iniciado por um balanço geral da política econômica e dos acontecimentos mais relevantes do período que compreende a redemocratização e segue até o início dos anos 2000, seguindo-se à análise dos acontecimentos históricos-concretos que alguns autores consideram como determinantes para a inserção do Brasil na mundialização financeira e para as mudanças estruturais condicionadas por esse movimento. Ao fim, novamente se conclui o capítulo com a contextualização entre as abordagens dos tópicos precedentes de modo a demonstrar a relação entre tais acontecimentos e o processo de financeirização que, de tão intensivos, perduram até os dias de hoje.

Mais uma vez recorrendo aos estudos de Miguel Bruno e Ricardo Caffe, o período que vai do início da década de 1990 e segue até o ano de 2003 representa o esvaziamento do discurso desenvolvimentista e a substituição deste pela materialização dos interesses da acumulação rentista-financeira, incorporando, deliberadamente, a ideologia neoliberal inevitavelmente acompanhada pela concepção de afastamento do Estado intervencionista.[446]

Podem ser considerados como acontecimentos paradigmáticos que representaram a inserção definitiva do Brasil na dinâmica da financeirização, tanto no âmbito externo quanto interno, os ajustes empreendidos pelo Plano Real, que permitiram, como bem acentuam Leda Paulani e Pato, o funcionamento do país como "plataforma de valorização financeira internacional"[447], além ter sido conduzido de forma a fazer preponderar os interesses dos financistas, nacionais e internacionais, em detrimento dos interesses relativos ao crescimento e desenvolvimento econômico; e a abertura e liberalização financeiras, com a eliminação gradual dos limites sobre os fluxos de capitais

[446] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1035-1037.

[447] PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005, p. 21.

financeiros entre o Brasil e demais países e desregulamentação do sistema financeiro nacional para fazer frente aos mesmos interesses já expostos.[448]

Tais processos, como será demonstrado no último tópico deste capítulo, levaram a uma nova forma de relação de dependência entre o Brasil e os países centrais e imprimiram aspectos peculiares referentes a uma inserção subordinada do país na mundialização financeira e que se difere da dinâmica observada nos países centrais que aderiram aos preceitos dessa ideologia dominante.

Além disso, o período é condizente também com a periodização proposta por Chesnais, que entende ter sido o fim dos anos 1980, com a abertura dos mercados financeiros e desregulamentação de suas instituições, o marco da inserção definitiva dos mercados periféricos na dinâmica da mundialização financeira.[449]

III.2. Redemocratização conturbada: os planos de estabilização monetária

Conforme pudemos descrever no capítulo anterior, a alta dos juros internacional, a segunda crise do petróleo e a moratória mexicana de 1982 levou à emergência de crises econômicas nos países periféricos e à escassez de oferta de recursos estrangeiros necessários para a rolagem da dívida e continuidade dos projetos de desenvolvimento. A fonte estrangeira havia secado e era necessário realizar ajustes econômicos internos para suprir a deficiência de recursos, essenciais tanto para a rolagem e pagamento da dívida já contraída, como para o equilíbrio das contas externas.

Já nos últimos anos do governo ditatorial, iniciou-se uma empreitada de negociações com os credores internacionais, com ou sem intermédio do Fundo Monetário Internacional.[450] As tratativas com o FMI, consubstanciadas em cartas de intenções, exigiam

---

[448] De acordo com Rodrigo Teixeira e Eduardo Pinto, "a forma de inserção externa promovida pelo governo FHC, no contexto da dominância financeira da acumulação, significou a inserção subordinada do Brasil na economia mundial, criando uma nova forma das relações de dependência. (...).Diante da financeirização da acumulação capitalista, conceito que passa a na interpretação dos acontecimentos da década de 1960 e 1970, quando os investimentos diretos das multinacionais têm presença cada vez mais forte nas análises econômicas marxistas e pós-keynesianas nos anos 1990 e 2000, os países periféricos não são mais vistos primordialmente como oportunidades para investimentos produtivos, mas como plataformas de valorização financeira recebendo então a denominação de 'mercados emergentes'". TEIXEIRA, Rodrigo. PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 21, Número Especial, p. 909-941, dez. 2012, p. 916-917.

[449] CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

[450] Para uma abordagem detalhada do assunto, conferir BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993. BIASOTO JR., Geraldo. **Endividamento**

ajustes econômicos internos que levariam, em teoria, ao superávit da balança comercial e à consequente dispensa de necessidade de entrada de novos recursos ou a obtenção de recursos em quantidade suficiente para adimplir parte das dívidas.[451]

Para Belluzzo e Almeida, as políticas indicadas para chegar ao excedente comercial fragilizaram financeiramente o Estado, gerando o aumento das taxas de inflação e a desorganização das finanças públicas, que acabou sendo uma "condição para o reequilíbrio corrente e patrimonial do setor privado"[452]. Também de acordo com Zini Jr., a busca pelo superávit comercial, gerado pelo setor privado, não conduziria necessariamente à resolução dos problemas, pois a dificuldade do Estado era referente ao lado fiscal e não ao lado real da economia.[453]

Assim, ao mesmo tempo em que os superávits exigidos eram alcançados, a inflação, imprevista pelo diagnóstico do Fundo Monetário, subia a níveis alarmantes. As políticas sugeridas pelo FMI, dada a suposta incapacidade de os países devedores gerirem suas próprias economias, também gerou estagnação, aumento de desemprego, da dívida pública e arrocho salarial.[454] A missão principal do Fundo, afinal, era evitar o colapso do sistema bancário, principalmente o norte-americano, que corria o risco de uma moratória generalizada dos países periféricos.[455]

Diante do grave quadro inflacionário, as sucessivas tentativas de ajustes econômicos para fazer frente às exigências dos credores foram seguidas de planos de estabilização que marcaram a década de 1980 e se estenderam durante o início da década de 1990, subordinando a política econômica brasileira à intermitente busca pela manutenção de índices inflacionários razoáveis, exigidos pelos credores para dar continuidade às negociações da dívida.

O período que compreendeu a redemocratização brasileira, portanto, foi marcado pela esperança por um novo Brasil, a ser reerguido social e economicamente, mas

---

externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1988.

[451] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 74-75.

[452] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 15-16.

[453] ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. O Brasil num cruzamento: dívida externa e exaustão fiscal. ***Revista de Economia Política***, v. 10, n. 1 (37), jan./mar. 1990, p. 50-51.

[454] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**, op. cit., p. 76

[455] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**, op. cit., p. 13.

que foi maculada por sucessivas crises inflacionárias e por períodos curtos de crescimento e longa estagnação.

A começar pelo governo de José Sarney, que durou de 1985 a 1990, durante as três tentativas de estabilização inflacionária (Plano Cruzado, em 1986; Plano Bresser, em 1987; e Plano Verão, em 1989), a média da inflação, no período, foi de 471,7%.[456]

Na base do pensamento da década de 1980, quando o índice inflacionário passou a sair do controle, haviam três opções de combate ao aumento de preços, as quais tinham como base diagnósticos distintos acerca do processo e, por isso, soluções também diversas.[457]

A primeira corrente, ligada à ortodoxia monetarista, já não encontrava mais guarida àquele tempo diante das tentativas frustradas anteriores de combater a inflação por meio da recessão econômica. O diagnóstico dessa corrente consistia na premissa de que a inflação era causada por um problema de demanda, e que a solução seria um ajuste recessivo geral capaz de diminuir os níveis de procura por produtos.[458]

A segunda linha de combate entendia ser a inflação decorrente do sistema de indexação dos preços. A inflação de então seria causada pela inflação passada, uma vez que os agentes não teriam por conta a inflação futura. O ajuste deveria ser no sentido de impor choques heterodoxos para apagar a memória desses agentes eliminando a "inflação inercial".[459]

A terceira correspondia a uma visão que tomava o problema da inflação como um resultado da instabilidade dos contratos decorrentes da crise internacional. A alteração de preços seria uma forma de proteção dos agentes contra as instabilidades do mercado. O

---

[456] CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1985-1989). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 132.

[457] PAULANI, Leda. O debate da inflação e o paradoxo do choque. In: FOLHA DE SÃO PAULO (org.). **A tragédia do Cruzado**: do congelamento à ameaça de hiperinflação, dia após dia, nas páginas da Folha de S. Paulo. São Paulo: Folha de S. Paulo, 1987, p. 77; FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 77.

[458] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 77-79.

[459] "A indexação dos contratos à inflação passada ou a um indexador que ofereça proteção contra a corrosão do poder de compra ocasionado pela aceleração dos preços funcionou como uma espécie de 'muleta' para a disfunção da moeda de curso forçado como unidade de conta e reserva de valor. Não obstante, seu uso generalizado, além de acelerar a inflação, pavimentou o caminho para a constituição da chamada moeda indexada, que intensificou o processo inflacionário e aguçou o desejo por flexibilidade dos possuidores de riqueza, em particular dos bancos". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 161.

comportamento defensivo perante as oscilações econômicas seria aumentar a taxa de lucro; esse aumento seria o causador da inflação. Diferente da corrente anterior, que se baseava numa perspectiva perante o passado, esta seria ancorada no "medo do futuro"[460].

O primeiro programa de estabilização foi o Plano Cruzado, instituído pelo Decreto-Lei nº 2.284 de fevereiro de 1986 e idealizado pelo Ministro da Fazenda Dilson Funaro. O Plano adotava o diagnóstico da segunda corrente, de inflação inercial, que deveria ser combatida por meio de um choque heterodoxo.[461]

O diagnóstico que permitia a aplicabilidade do plano fincava-se na ideia de que não havia pressão nem de demanda, nem de oferta, e que a situação externa, além do considerável nível de reservas internacionais acumuladas pelo Brasil, propiciaria políticas de cunho heterodoxo sem recessão, com estabilização de preços e aumento de consumo.

A reforma monetária criou uma nova moeda (Cruzeiro) e foram congelados os preços e salários. Na tentativa de desindexar a economia, foram extintas as ORTNs e substituídas pelas OTNs, cujos valores foram congelados por um ano para acabar com a expectativa de inflação inseridas nas obrigações financeiras.[462]

Houve uma queda imediata da inflação juntamente com o crescimento da demanda, da produção e do emprego. A manutenção de baixas taxas de juros reais levou à fuga das poupanças e o aumento do consumo.

No entanto, a inflação logo retornou a altos índices, houve desabastecimento da economia por causa da defasagem entre os preços dos produtos e os custos de produção, e o governo Sarney teve de rever as bases do Plano. Durante o ano de 1986, foram ainda tentadas duas emendas: o Cruzadinho, que consistiu num pacote fiscal para desaquecer o consumo e para financiar programas de investimento do governo; e o Cruzado II, que também previa um pacote fiscal e o descongelamento gradual dos preços.

Segundo Filgueiras, o plano possuía dois equívocos: o primeiro era sobre o caráter da inflação, de natureza teórica, e o segundo, de índole prática, com relação à forma

---

[460] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 79.

[461] PAULANI, Leda. O debate da inflação e o paradoxo do choque. In: FOLHA DE SÃO PAULO (org.). **A tragédia do Cruzado**: do congelamento à ameaça de hiperinflação, dia após dia, nas páginas da Folha de S. Paulo. São Paulo: Folha de S. Paulo, 1987, p. 77; FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 79.

[462] CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1985-1989). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 131.

como foi administrado o cotidiano do controle do índice. [463] O erro na teoria se dava porque a inflação não era puramente inercial e a aceleração do consumo havia se dado sobre uma demanda já aquecida.[464] Mas, para o autor, a questão principal era o equívoco com relação à situação externa "favorável": os mercados financeiros permaneciam com baixa liquidez e o acesso dos países periféricos permanecia restrito. A queda das exportações, resultado da alta demanda interna, levou a um desequilíbrio na balança de pagamentos que não pôde ser resolvido por meio de empréstimos, o que ocasionou a queda das reservas e levou à decretação da moratória em 1987 e também ao fim do Plano Cruzado.[465]

Duas tentativas posteriores, ainda no governo Sarney, foram implementadas. O Plano Bresser, no ano de 1987, ao reconhecer o caráter misto da inflação – de inércia e de demanda – implementou uma política de caráter híbrido, com traços ortodoxos (política fiscal e monetária ativas, além de juros positivos para contrair o consumo) e heterodoxos (congelamento de preços e salários). O temor sobre um novo congelamento dos preços ocasionou seu aumento antecipado e a política fiscal não conseguiu prosseguir, ocasionando a saída de Bresser-Pereira e a derrota do Plano.[466]

Já o Plano Verão, de 1989, radicalizou a proposta de desindexação e também foi considerado um plano híbrido. Foi novamente modificada a unidade monetária, dessa vez para o "Cruzado Novo", e extintas a OTN e OTN-fiscal. Mais uma vez, o ajuste fiscal previsto no pacote acabou não ocorrendo. Com a total desindexação, foi abolido também o mecanismo de coordenação de expectativas e cada agente "olhava o índice que melhor lhe convinha (...). [o] resultado (...) foi um grande aumento da inflação, que ultrapassou 80% ao mês no começo de 1990"[467].

De acordo com Belluzzo:

> Foi esta, aliás, a diretriz de política econômica seguida após o Plano Verão (...). Preços e controles cambiais foram liberados e o Banco Central renunciou a qualquer tentativa de estabilizar a taxa de juros. Esta na prática, tornou-se também "livre", ao sabor da especulação promovida pelos operadores financeiros, quando não era manejada no sentido de antecipar os movimentos especulativos dos mercados de risco, sancionando toda e qualquer pressão dos operadores.[468]

---

[463] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 74-75.
[464] Ibid., p. 82; CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1985-1989). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 131
[465] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**, op. cit., p. 82.
[466] CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado, op. cit., p. 132.
[467] Ibid., p. 131.
[468] BELLUZZO, Luiz Gonzaga. ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 279.

No âmbito geral da situação econômica dos anos 1980, a composição do produto variou segundo o diagnóstico sobre a causa da inflação adotado pelos planos de estabilização – ora a política era direcionada para impulsionar o consumo interno, ora para desaquecê-lo. Segundo Zini Jr.:

> A política econômica brasileira nos anos oitenta tem sido uma sucessão de tentativas para ajustar a economia, mudando-se a ênfase entre o objetivo de equilíbrio externo e interno. Períodos de redução da absorção para equilibrar as contas externas são seguidos por períodos de expansão da demanda interna para conter o desemprego ou então por programas de congelamento de preços para combater a inflação. A sucessão de planos e programas com ênfases contratantes e terapias opostas deixou a economia sem equilíbrio interno (...) e sem equilíbrio externo.[469]

A década de 1980, marcada por ciclos de recessão e expansão, representou o esgotamento do dinamismo da indústria observado nas décadas anteriores e a ausência de um planejamento que levasse a um padrão de crescimento a longo prazo. A redução absoluta do investimento, de acordo com Ricardo Carneiro, foi perceptível principalmente no setor produtivo estatal, ocasionada pela desarticulação do padrão de desenvolvimento. A inversão dos fluxos de capitais, naquele momento voltados para a remessa de recursos internos para o exterior na forma de pagamento da dívida e dos juros correspondentes, de acordo com o autor, foi o ponto principal da estagnação.[470] O limite estrutural ocasionado pelo esfacelamento do financiamento externo, cuja dependência o governo brasileiro intensificou durante a ditadura militar, "fez aumentar o déficit público e retirou um dos principais meios de financiar este déficit: os empréstimos externos"[471].

Toda a política econômica, no período que compreendeu a execução dos planos de estabilização, voltou-se para ajustes direcionados ao controle da inflação. Não houve,

---

[469] ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. O Brasil num cruzamento: dívida externa e exaustão fiscal. **Revista de Economia Política**, v. 10, n. 1 (37), jan.-mar.-1990, p. 35.

[470] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 139-149. "Vimos, no capítulo anterior, a dependência das empresas estatais do financiamento externo para a realização dos seus programas de investimento. O esgotamento dessa fonte de recursos e a obrigatoriedade de pagar pelo menos os juros da dívida contraída constituíram as razões principais para a queda permanente dos investimentos nesse setor. Diante desse comportamento do conjunto de investimentos estatais, possuidores de caráter estratégico por se localizarem nas áreas de infraestrutura e insumos básicos, não se poderia esperar desempenho distinto do investimento privado, marcado pelo declínio e por fortes oscilações cíclicas, refletindo, em última instância, ausência de um horizonte de crescimento sustentado". Ibid., p. 148.

[471] ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. O Brasil num cruzamento, op. cit., p. 41.

durante o governo Sarney, um plano coeso para retomar o desenvolvimento, mas um conjunto de práticas de políticas monetárias ortodoxas e heterodoxas que traziam a inflação para a centralidade da política econômica. Houve, sim, a incapacidade de levar adiante reformas aprofundadas e de longo prazo, atendo-se o período às medidas de curto prazo com o fim de diminuir o índice de preços.

O primeiro governo pós-ditadura militar, para o desânimo de uma população irrequieta pelos benefícios da democratização, foi marcado por tentativas frustradas de contornar a inflação que, em termos de resultados, pouco se diferenciou do período anterior.

O panorama, pós-governo Sarney, resumia-se ao mesmo fracasso observado nas medidas ortodoxas empreendidas durante a ditadura militar – as tentativas heterodoxas de conter o avanço da inflação, assim como as anteriores, deveriam ser repensadas. Para Belluzzo e Almeida, somente medidas radicais seriam capazes de contornar e afastar o problema de uma vindoura hiperinflação: ou uma profunda reforma do Estado; ou o calote na dívida interna; ou a retirada do lastro em títulos públicos que criava a moeda indexada.[472]

O cenário caótico da redemocratização após três planos de estabilização fracassados e uma década de estagnação fez surgir o carioca e "caçador de marajás", Fernando Collor de Mello. Numa eleição plural com 22 candidatos e lideranças competitivas de peso, como Ulysses Guimarães, Leonel Brizola e o metalúrgico Luiz Inácio Lula da Silva, por detrás de um discurso em que prometia a nova política, sem privilégios, sem corrupção, e com crescimento econômico, Collor se tornou o primeiro presidente eleito diretamente desde o início da década de 1960.

O Presidente, logo de início, tratou de implementar as ideias resgatadas de uma reunião realizada em 1989 no *Institute for International Economics* (Washington-EUA) guiada por funcionários do governo norte-americano, do FMI, do Banco Mundial e do BID e, como coadjuvantes, economistas latino-americanos, onde foram discutidas as turbulências atravessadas por esses países e as possíveis soluções para as crises que impediam o desenvolvimento econômico.

As ideias importadas do "Consenso de Washington", ainda que decorrentes de deliberações não vinculativas, tiveram ampla influência na condução da política econômica brasileira a partir da década de 1990[473]. A experiência de economias que haviam colocado

[472] BELLUZZO, Luiz Gonzaga. ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 279-281.

[473] "Um dos mitos mais presentes no imaginário brasileiro é o mito do Brasil como país que tem um 'encontro marcado com o futuro'. Porém, para as elites brasileiras, o futuro só poderia ser a cópia do estilo de vida dos

em prática as "inovadoras" e "modernas" ideias, fruto de "indicações" do governo norte-americano e dos organismos internacionais, eram tidas como receitas de sucesso, em que pese a incipiência de suas incorporações pelos países.

A ideia vendida por esses intelectuais era uma contraposição ao Estado intervencionista cujo excesso de atuação teria sido diretamente responsável pela eclosão das crises latino-americanas. Além disso, os controles arcaicos dessas economias, ainda muito fechadas para o fluxo de mercadorias e de capitais, impediria a integração com os países centrais e a incorporação de seus níveis de crescimento. Para o grupo, era evidente que a materialização das ideias keynesianas, leninistas, stalinistas, ou todas aquelas que levaram ao mero fortalecimento do Estado ou ao extremo do socialismo real, haviam concorrido para o insucesso.

A solução para a América Latina seria o exato inverso da política intervencionista e foi resumida por John Williamson, no ano de 1990, em 10 frentes de atuação: disciplina fiscal; mudança nas prioridades para despesas públicas; reforma tributária; liberalização do sistema financeiro; taxa de câmbio competitiva; liberalização comercial; liberalização da entrada do investimento direto; privatização das empresas estatais; desregulamentação; e garantia dos direitos de propriedade.[474] A aplicação do consenso teórico seria comandada pelos *technopols* dos países de origem, "economistas capazes de somar ao perfeito manejo do seu *mainstream* (evidentemente neoclássico e ortodoxo) a capacidade política de implementar nos seus países a mesma agenda política do *consensus*"[475].

O programa deveria ser implementado em três fases sequenciais: estabilização macroeconômica com superávit fiscal primário, o que envolveria a revisão das relações fiscais e reestruturação da previdência pública; realização de reformas estruturais (liberação financeira e comercial, desregulação dos mercados e privatização das estatais); e, por último, ocorreria a retomada dos projetos para investimentos e crescimento econômico.

---

países desenvolvidos, cujo usufruto teria que ser limitado a estas elites, para que não perdessem sua posição de hegemonia oligárquica no sistema. A construção da Nação, assim, nunca foi um projeto das elites, nem a integração da população. O seu objetivo limita-se à sua integração ao mercado internacional". BERCOVICI, Gilberto. **Petróleo, recursos minerais e apropriação do excedente: a soberania econômica na Constituição de 1988**. Tese (Professor Titular). Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – Área de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010, p. 314-315.

[474] WILLIAMSON, John. What Washington means by policy reform. **Latin American Adjustment:** How much has happened?. Abril, 1990. Disponível em: https://piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform. Acesso em: 20 set. 2018.

[475] FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4a ed. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 12.

Foi com base nessas premissas que Fernando Collor deu início ao seu programa de estabilização aliado às reformas estruturais do Estado brasileiro[476] já em abril de 1990 ao criar o Programa Nacional de Desestatização por meio da Lei nº 8.031. O objetivo do Programa era, dentre outros, o de conferir ao Estado uma nova posição estratégica na economia, transferindo ao setor privado as atividades "indevidamente" (art. 1º, inciso I) exploradas pelo setor público, devendo restar às empresas estatais apenas aquelas atividades cuja exclusividade possuía amparo constitucional. Além disso, a desestatização proporcionaria o incremento do mercado de capitais com a abertura do capital das empresas e a diminuição da dívida pública.[477]

Foram implementadas medidas que intensificaram a liberalização das importações, como a extinção de instrumentos de proteção que suspendiam a entrada de determinados produtos e alguns regimes específicos de importação.[478]

Assim, as formulações de Collor sobre a inflação previam ajustes econômicos de longo prazo que conciliavam o combate à inflação às reformas estruturais do Estado. O "caçador de marajás" era amparado pelos mais diversos setores da sociedade, pois, esgotados com as infrutíferas tentativas de estabilização e na iminência de uma hiperinflação, previam o colapso do país.

---

[476] "O Presidente Collor vem insistindo em demonstrar que ele só tem sentido como condição (heterodoxa?) básica de uma estratégia, cujo objetivo último é a implantação definitiva do mercado, e só do mercado, como mecanismo fundamental, destruidor da improdutividade, promotor de uma competitividade aberta aos fluxos internacionais e desligada do Estado. (...). A proposta explícita do Presidente Collor, entretanto, vai além da destruição do Estado cartorial. Objetiva desmontar o próprio instrumental desenvolvimentista do Estado. Nessa matéria, não tem havido meias palavras. O programa de privatização não tem fronteiras nítidas, ou, rigorosamente, não tem fronteiras ideológicas ou estratégicas. (...). Vista assim, a estratégia Collor inscreve-se de ponta a ponta no receituário 'neoliberal' aplicado, inicialmente, nos países centrais por um ator (Reagan) e nos países periféricos por um ditador (Pinochet). Ainda mais, quando aparece, em geral, como uma fórmula inventada pela Senhora Tatcher, explicitamente admirada pelo Presidente recém-empossado. Nesse ponto, qualquer confusão ou dúvida só pode ser obra da ignorância ou do auto-engano". FIORI, José Luís. Nem todos os gatos já ficaram pardos. **Revista Indicadores Econômicos FEE.** v. 18, n. 1 (1990), p. 101-102.

[477] As privatizações das estatais, no entanto, não encontravam justificativa no plano real. Conforme Gentil Carazza, à época: "As EEs estratégicas autofinanciam sua própria expansão. Se hoje elas estão quebradas, é porque serviram de instrumento da política econômica de curto prazo, captando recursos externos para fechar o balanço de pagamentos e rebaixando seus preços e tarifas para conter a inflação (...). Em que sentido as EEs foram um obstáculo à modernização do parque industrial e ao aumento da competitividade empresarial? (...). O que realmente se pretende com as privatizações é reorientar a posição estratégica do Estado na economia, por dois motivos: em primeiro lugar, porque um Estado falido não consegue mais transferir recursos ao setor privado, reivindicando-se, então, o seu patrimônio; em segundo lugar, uma das razões mais profundas da privatização consiste em submeter parcelas do capital nacional estatizado à concorrência internacional.". CORAZZA, Gentil. O processo de privatização do governo Collor. **Revista Indicadores Econômicos FEE.** v. 18, n. 1 (1990), p. 93-94.

[478] CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 147.

A guerra contra a inflação, no entanto, acabou sendo a prioridade do governo, deixando o fechamento do pacote de privatizações e de liberalização comercial e financeira para a gestão seguinte.

Desqualificando o Poder Legislativo, Collor governou basicamente por Medidas Provisórias, num evidente gesto de autoritarismo, sem qualquer debate com a sociedade e nem mesmo com sua equipe econômica.

O primeiro Plano Collor, imposto pela Medida Provisória nº 168 de 1990, dessa vez na linha de seus predecessores, instituiu o cruzeiro como moeda nacional. Segundo Belluzzo e Almeida, impor uma reforma monetária por meio de Medida Provisória de aplicabilidade imediata tornava o quadro irreversível e tornaria inócua a aprovação posterior pelo Congresso Nacional:

> Cabe observar que o recurso à "Medida Provisória" para instituir a Reforma Monetária não admitia retorno à situação anterior. Uma eventual negativa do Congresso Nacional em aprová-la implicaria, na prática, nova mudança (no prazo de um mês) do padrão monetário (este teria de retornar ao cruzado novo) com o risco elevadíssimo de desordem completa na economia. Além do mais, a rejeição desmoralizaria um governo em seu primeiro mês de mandato e determinaria o fracasso imediato de seu plano de estabilização, cujo núcleo era precisamente a Reforma Monetária. A própria medida que instituiu a Reforma criou, portanto, um fato político do maior significado, tornando virtualmente impossível sua rejeição.[479]

As intenções do Presidente para o controle da inflação vieram acompanhadas de um intenso ajuste fiscal, da liberalização do comércio exterior, de uma nova política de renda e de modificações na dinâmica cambial.

Logo de entrada, na tentativa de restringir o fluxo de moeda, Collor confiscou os ativos financeiros, sequestrando a liquidez da economia, que passou de 25% para 10% do PIB[480]. Para os depósitos à vista e poupança, as pessoas poderiam sacar no máximo 50 mil cruzados novos; das demais aplicações, 25 mil cruzados novos ou 20% do total. Os recursos foram bloqueados no Banco Central e devolvidos em cruzeiros após 18 meses, em 12 parcelas, com correção monetária e juros de 6% ao ano.[481]

---

[479] BELLUZZO, Luiz Gonzaga. ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 290.

[480] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 87.

[481] De acordo com Belluzzo e Almeida: "[a] Reforma Monetária brasileira encontra poucos similares na história. Medidas tão profundamente cerceadoras do acesso à riqueza privada foram aplicadas em economias destruídas por guerras. Os casos mais conhecidos – do Japão (1946) e Alemanha (1948) – configuravam situações muito distintas da que vigorava no Brasil em 1990". BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**, op. cit., p. 289.

Collor também retomou a política, já muito desgastada, de congelamento de preços, mas que durou apenas um mês, quando se iniciou um processo de liberação.[482]

Ao ajuste fiscal foi atribuído uma tributação intensa (aumento do IPI, do IOF e da incidência do IR) acrescida de uma reforma patrimonial com a venda de ativos da União e privatização das estatais. Também foi feita uma reforma administrativa, com corte de gastos na estrutura governamental e redução dos Ministérios de 23 para 12, destacando-se a junção do Ministério da Fazenda e do Planejamento para formar o Ministério da Economia, numa evidente sinalização de que a política monetária e o planejamento faziam parte de um mesmo programa.

Além disso, a taxa de câmbio deixou de ser fixada pelo Banco Central, passando a ser determinada pelo mercado e seus agentes econômicos autorizados.

Houve, novamente, uma queda abrupta na inflação, seguida de recessão, crescimento do desemprego e redução de renda. Após a remonetização, a inflação mais uma vez retornou a altos índices.

Numa segunda tentativa, por meio do Plano Collor II, o foco do controle da inflação foi a intensificação da redução dos gastos estatais, com o controle do custo administrativo e cortes de despesas.[483]

Novamente se propunha o fim, de uma vez por todas, da indexação: foi extinto o BTN (Bônus do Tesouro Nacional) e criado o Fundo de Aplicações Financeiras (FAT) que passou a ter como rendimento a Taxa Referencial (TR), a qual, no lugar de basear-se na inflação passada, embutia expectativa de inflação futura.[484]

O segundo Plano não resolveu o problema da inflação, e o acúmulo de equívocos, de ordem técnica e moral, do governo Collor, levaram ao *impeachment* do Presidente, sendo em 1992 substituído por seu vice, Itamar Franco.

No âmbito da economia de um modo geral, seguindo a linha do governo de José Sarney, o pior desempenho da indústria foi a de bens de capital, seguida por bens de consumo não-duráveis e duráveis, enquanto que a agricultura manteve crescimento positivo durante toda a primeira metade da década de 1990. O investimento fixo bruto apresentou forte

[482] BELLUZZO, Luiz Gonzaga. ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 286.
[483] CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 150.
[484] Ibid., p. 150.

declínio, também em decorrência da restrição dos investimentos do governo e, segundo enfatiza Werner Baer, "muitas atividades industriais diretamente produtivas estavam ficando tecnologicamente defasadas".[485] O setor agropecuário foi o único beneficiado no governo e contribuiu para que o crescimento do PIB não viesse abaixo em razão do mau desempenho dos demais setores, principalmente o de bens de capital.[486]

Os programas estruturais neoliberais encampados por Collor foram interrompidos logo no segundo ano de gestão. O sequestro da liquidez por meio do confisco temporário das aplicações financeiras, logo no primeiro Plano, foi um dos motivos para a saída antecipada de Collor do Poder Executivo[487]; o escândalo de corrupção envolvendo o tesoureiro da campanha, Paulo César Farias, foi o ápice do fracasso na empreitada de caça aos marajás, levando ao *impeachment* do Presidente em 1992.

Com uma taxa de inflação de 25% e um PIB ainda em baixos patamares, em outubro de 1992 assume o presidente Itamar Franco. No ano de 1993 o programa de privatizações foi restabelecido e o objetivo central de controle à inflação foi também retomado. Após quatro tentativas de colocar alguém apto a ocupar a pasta de Ministro da Fazenda, foi empossado para o principal cargo do governo, em maio de 1993, Fernando Henrique Cardoso. O objetivo, na linha de seus antecessores, era criar um Plano capaz de estabilizar, de uma vez por todas e de uma forma ainda não experimentada, o índice inflacionário.

Antes de adentrar nos planos de FHC, objeto do tópico seguinte, cabe aqui tecer alguns comentários sobre a situação do setor bancário perante o circuito de tentativas de estabilização monetária, intercalado entre períodos com níveis moderados e altos de inflação e marcado por tentativas de desindexar a economia.[488]

---

[485] BAER, Werner. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 2009, p. 214.

[486] CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 158.

[487] Ainda em 1990, José Luis Fiori já retrata os propósitos de Collor e da política econômica empreendida: "Trata-se da face e da contraface de um mesmo problema, apesar de que alguns só percebam pontos de estrangulamento ou incoerência técnicas, onde na verdade, estão atuando e conflitando interesses econômicos e políticos perfeitamente entrelaçados. Temos aqui a velha dificuldade de aceitar que a lógica, ainda que científica, do discurso e da política econômica dificilmente coincide com a das demandas econômicas e políticas". FIORI, José Luís. Nem todos os gatos já ficaram pardos. **Revista Indicadores Econômicos FEE**. v. 18, n. 1 (1990), p. 100.

[488] Como demonstrado no capítulo anterior, uma das causas atribuídas à inflação era a existência da moeda indexada, cujo principal movimento era impulsionado pelo setor bancário, empresas e Estado no circuito da "ciranda financeira", gerando enormes ganhos financeiros para os dois primeiros setores e prejuízos ao erário público.

Como exposto no capítulo anterior, o sistema bancário, até a primeira metade da década de 1980, em razão da instabilidade econômica, do alto índice inflacionário e da possibilidade de elevados ganhos no mercado aberto, habituou-se a se estruturar financeiramente por meio de operações de arbitragem inflacionária e aplicações em títulos da dívida pública.

O lucro global passou a ser apoiado em rendas financeiras advindas da formação e administração de carteiras de títulos – "a existência de ativos com proteção contra a inflação e, por conseguinte, garantia de rendimento real, passou a deslocar os bancos em direção ao circuito financeiro, propiciando-lhes altos lucros a partir de uma baixa exposição ao risco"[489] e tais instituições passaram a se especializar, cada vez mais, no circuito da ciranda financeira apoiado no *overnight* de recursos captados em depósitos à vista[490].

Na década de 1980, a média das receitas inflacionárias sobre as receitas de intermediação financeira dos bancos respondiam por cerca de 30% a 40%[491]. Na contramão do mundo[492], os bancos não apenas sobreviviam, como mantinham altíssimos rendimentos em períodos de moderada e elevada inflação.

A arbitragem, até então obtida sobre os ganhos com inflação, sofreu modificações substantivas com o Plano Cruzado em razão das tentativas de desindexação da economia, levando a uma desestruturação financeira relevante no sistema bancário. Além disso, ao trabalhar com momentos de baixas taxas de juros e com a mudança na composição da dívida pública, o Plano Cruzado diminuiu os rendimentos das carteiras de títulos públicos.

De início, os bancos se protegeram por meio do aumento da renda de serviços consubstanciados na cobrança de elevadas tarifas e pelo aumento do crédito – o que levou à já mencionada explosão creditícia em meados de 1986, constituindo-se como o principal elemento de aceleração da demanda e retorno da inflação.

Com a falência do Plano Cruzado, os bancos instantaneamente recobraram suas formas de lucratividade. O Plano Verão criou ainda maiores condições para o incremento da

---

[489] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 115.

[490] De acordo com Contento, "A proliferação das agências bancárias a partir da segunda metade da década de 1970 se explica, então, pela necessidade de os bancos captarem a maior quantidade de recursos no menor tempo possível, de sorte a direcioná-los rapidamente (em verdade, instantaneamente) às aplicações financeiras com cláusula de correção monetária e, posteriormente, com correção pela taxa *over*. (...). Com efeito, os bancos foram se afastando progressivamente das operações de crédito". Ibid., p. 119-120.

[491] Ibid., p. 120.

[492] Ibid., p. 121.

lucratividade bancária, pois combinou a restrição ao crédito com elevadas taxas de juros e facilidades de aplicações financeiras a curtíssimo prazo[493], reorientando a rentabilidade dos bancos novamente aos ganhos inflacionários. Para Belluzzo e Almeida:

> A dominância das aplicações a curtíssimo prazo em depósitos remunerados e aplicações no *over* foi de tal ordem que, durante o segundo semestre de 1989, a tímida "remonetização" provocada pelo Plano Verão no semestre anterior foi inteiramente revertida e rapidamente as captações no mercado aberto se transformaram na fonte mais importante de recursos dos bancos, suplantando até mesmo os depósitos de poupança. (...). Nesse contexto, de crise monetária e risco crescente, os bancos reagiram com cautela maior na concessão do crédito, concentrando mais ainda recursos em aplicações interfinanceiras e, sobretudo, em títulos públicos.[494]

Nesse mesmo ano, a rentabilidade dos bancos privados se elevou drasticamente, tendo a maior parte dela sido representada pela "rentabilidade fictícia levada ao extremo contra um único devedor – o setor público –, e conquistada à base de uma hiperinflação"[495].

No entanto, novamente, como observado nos planos anteriores, no início de 1990 houve uma reversão do quadro, quando o governo Collor desincentivou novas aplicações de curto prazo e bloqueou parte da liquidez em razão da criação da nova moeda, fazendo desabar as captações no mercado aberto feitas pelos bancos e suas aplicações em títulos e valores mobiliários, decaindo a taxa de rentabilidade do setor. A saída foi mais uma vez o aumento da cobrança de tarifas e redução de despesas administrativas por dispensa de funcionários. Nesse momento, a participação dos ativos públicos no ativo total dos bancos, em decorrência da diminuição da dívida pública, passa a ser de 5,9%, em 1990, contra 40,81% de 1989.[496]

Mesmo assim, a situação financeira dos bancos foi pouco abalada: a rentabilidade média das empresas não financeiras durante o período de 1981 a 1991 operou com um retorno médio de 4,3% sobre o patrimônio líquido, contra 11,3% das instituições financeiras[497], o que mostra a resistência do setor bancário mesmo diante da estagnação econômica e oscilações inflacionárias, justamente em decorrência dos altos ganhos proporcionados pelo movimento de ciranda financeira.

---

[493] A criação das Letras do Banco Central do Brasil (LBC), em 1986, apurada pela taxa Selic, com prazo máximo de 30 meses, foi essencial para o sucesso nas aplicações sobre os títulos públicos.
[494] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 267.
[495] Ibid., p. 268.
[496] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 132.
[497] Ibid., p. 132.

O quadro, após a execução do Plano Real, não sofre mudanças significativas no que diz respeito ao contexto da década de 1980, como será demonstrado a seguir.

III.3. Os planos de Fernando Henrique Cardoso

Da confusão ideológica e do autoritarismo do "caçador de marajás", a partir de 1993 o Brasil passa a ter sua política econômica comandada pelo "príncipe da sociologia", o Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, que viria a vencer as eleições à Presidência da República um ano depois.[498] O então Ministro reuniu um grupo de renomados economistas para a formulação de um profundo e original plano de estabilização inflacionária.

O Plano Real, idealizado por esses economistas, iria muito além de um mero plano de estabilização.[499]

Fiori, em artigo publicado originalmente na Folha de São Paulo em julho de 1994, chama a atenção para a continuidade e intensificação, pois já abstraída pelo governo Collor, do vínculo entre a ideologia reinante no Consenso de Washington e o posicionamento intelectual de Fernando Henrique Cardoso. Segundo o autor, o *consensus* se enquadraria naquilo que o "príncipe da sociologia" havia defendido em seus estudos acadêmicos "sobre o empresariado industrial e a natureza associada e dependente do capitalismo brasileiro"[500], concebendo como "fato irrecusável as atuais relações de poder e dependência internacionais"[501]. Sob essa premissa, a inserção irrestrita do Brasil à globalização –

[498] O momento adequado da posse de Fernando Henrique Cardoso como Ministro e implementação do Plano Real, com medidas que propiciaram o sucesso do programa a curto prazo, foram essenciais para a vitória nas eleições. Sobre o assunto: FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1997; SICSÚ, João. 20 anos depois, quem são os donos do Real?. **Carta Capital**. Disponível em: https://www.cartacapital.com.br/economia/20-anos-depois-quem-sao-os-donos-do-plano-real-407.html. Acesso em: 20 out. 2018.

[499] Sobre os bastidores do plano, Luís Nassif, em seu livro, "Os cabeças-de-planilha", faz uma brilhante relação entre os trabalhos acadêmicos de Gustavo Franco sobre o encilhamento de Rui Barbosa e as bases do Plano Real: "E tudo começou e acabou do mesmo modo que com Rui Barbosa. Primeiro, algumas definições de partida, permitindo a grande 'tacada', enriquecer economistas e instituições ligadas a eles. Depois, problemas que vão surgindo em decorrência do desajuste inicial, como tentativas de gambiarra para consertar o erro inicial, agravando ainda mais os problemas. No final do processo, economistas enriquecendo, como sócios dos bancos aliados, e o país mergulhado de novo na armadilha que marcou a Velha República". NASSIF, Luís. **Os cabeças-de-planilha**: como o pensamento econômico da Era FHC repetiu os equívocos de Rui Barbosa. Rio de Janeiro: Ediouro, 2007, p. 210.

[500] FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 14.

[501] Ibid., p. 17.

comercial e financeira – seria inevitável, natural e, portanto, apolítica no contexto da organização do capitalismo mundial.

A concepção de Fernando Henrique Cardoso sobre a dependência já havia sido, na década de 1960 e 1970, alvo de intensos debates com os teóricos da teoria marxista da dependência.[502]

O desenvolvimento dependente-associado, cujos principais delineamentos teóricos se encontram na obra datada de 1970 "Dependência e desenvolvimento na América Latina" em coautoria com Enzo Faletto[503], teve sua concepção decorrente da divergência dos autores com relação às duas principais concepções que tratavam sobre os diagnósticos econômicos à época: o estruturalismo cepalino e a teoria marxista da dependência.

A primeira corrente a ser criticada, ao conceber o Estado como ente esclarecido e apto a conduzir o processo de industrialização, estaria esquecendo os conflitos de classe que permeariam a atuação estatal, atendo-se, portanto, a uma visão estritamente economicista; já sobre a vertente teórica marxista da dependência, haveria uma tendência ao estancacionismo, pois seus idealizadores enxergavam no socialismo a única saída para as economias subdesenvolvidas consolidarem um desenvolvimento econômico sustentável – o crescimento, no âmbito do sistema capitalista de produção, estaria invariavelmente subordinado aos ditames estrangeiros, que necessitavam da manutenção do subdesenvolvimento das economias periféricas como estratégia para os seus mercados.[504]

No entanto, em que pese ser compreensível a crítica de FHC quanto às limitações de ambas as teorias em relação aos conflitos decorrentes da luta de classes da primeira e à tendência estancacionista da segunda, a solução encontrada por ele conduzia ao acirramento das relações da dependência, ao propor que o desenvolvimento econômico brasileiro apenas seria obtido com a abertura do mercado para o capital estrangeiro, concepção que em muito se assimilava aos preceitos neoliberais propagados no Consenso de Washington e pelos representantes políticos da teoria.[505]

---

[502] Sobre o debate, conferir o texto "Dialética da dependência" e "Sobre a dialética da dependência", ambos de Ruy Mauro Marini, e "Teoria da dependência" de Theotonio dos Santos.
[503] CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo. **Dependência e desenvolvimento na América Latina**: ensaio de interpretação sociológica. 4. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977.
[504] TEIXEIRA, Rodrigo Alves; PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 909-941, dez. 2012, p. 911.
[505] Ibid., p. 915.

Foi sob essa ótica, e tentando seguir a ordem dos passos à chegada ao Paraíso propugnada pelos teóricos do Consenso, que nasceu o Plano Real. Diferente dos programas de estabilização precedentes, o processo seria acompanhado por reformas estruturais com fins não meramente voltados para a estabilização inflacionária, mas consistiria, segundo Luiz Filgueiras, num "produto econômico, político e ideológico" decorrente de uma mudança no próprio paradigma da economia brasileira e que resultava, sobretudo, da nova conjuntura das relações internacionais:

> (...) o Plano Real se constitui, antes de tudo, num produto econômico, político e ideológico de confluência, em escala mundial, de três fenômenos que marcaram o desenvolvimento do capitalismo nas duas últimas décadas desse século; quais sejam: a hegemonia da doutrina e das políticas liberais, a difusão do processo de reestruturação produtiva a partir dos países capitalistas centrais e a reafirmação do capitalismo – com uma nova configuração, isto é, enquanto um sistema de produção mundializado ou globalizado. (...). Esse Plano não é, meramente, um programa de estabilização solitário, pois se articula a um projeto maior, de redefinição da economia brasileira (...).[506]

No que se refere ao retorno da saga de restabelecimento de um índice inflacionário sustentável, o Plano Real foi concebido para ser executado em três fases. A equipe comandada por Fernando Henrique Cardoso, ao entender que a causa da inflação se devia principalmente ao desequilíbrio das contas governamentais, estabeleceu como primeira fase o ajuste fiscal das contas públicas.

Ainda na gestão do Presidente Itamar Franco, em junho de 1993 foi lançado o Programa de Ação Imediata (PAI), que previa o aumento da base de arrecadação com a criação de novos tributos e estabelecimento de medidas para combater a sonegação fiscal. Além disso, o programa propunha uma maior integração entre União, Estados e Municípios no controle dos gastos e integração entre os bancos estaduais e o Banco Central com vistas a melhor controlar o endividamento.[507]

Já em 1994 foi criado o Fundo Social de Emergência (Emenda Constitucional de Revisão nº 1), constituído para desvincular a receita orçamentária e com o fim de dar maior liberdade ao governo federal no gerenciamento dos gastos enquanto implementada a reforma monetária, tendo em vista que as despesas obrigatórias previstas na Constituição de 1988 configurariam um empecilho para a flexibilidade da política fiscal. De acordo com a Emenda, os recursos do fundo, oriundos da arrecadação tributária federal, seriam aplicados

[506] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 30-31.
[507] BRASIL. **Programa de Ação Imediata (PAI)**, 1993.

em programas de relevante interesse econômico e social, como o custeio de ações dos sistemas de saúde e educação.[508]

Assim, os recursos do fundo serviriam para minorar os possíveis distúrbios que poderiam ser ocasionados durante a implementação da reforma, pois a busca pela estabilidade monetária poderia trazer perdas para as finanças públicas e propiciar o surgimento de déficits.[509] No entanto, a experiência concreta mostrou que ele foi utilizado mais como instrumento de manipulação do gasto público do que como mecanismo para impulsionar necessários programas sociais.[510]

O objetivo dessa primeira fase, segundo Filgueiras, foi o de construir uma espécie de "âncora fiscal" para dar segurança aos agentes econômicos de que o governo apenas gastaria o que arrecadasse, sem emitir títulos e moeda para cobrir gastos correntes.[511]

A execução da primeira fase, que durou de dezembro de 1993 a fevereiro de 1994, no entanto, não configurou um ajuste profundo do setor público como previa o governo. O plano acabou não se apoiando sobre essas medidas fiscais pois Fernando Collor já havia feito esse trabalho por meio do confisco dos ativos financeiros, transformando o déficit em superávit e diminuindo a dívida interna do setor público.[512] A dívida externa também já havia sido controlada em razão do deságio na negociação do Plano Brady, em 1994, e do acúmulo de reservas internacionais.[513] Assim, a primeira fase, de caráter fiscal, não constituiu uma pré-condição para a estabilidade monetária posteriormente observada.[514]

A importância da situação fiscal do Estado era também sobrelevada por ter sido o plano Real concebido para utilizar a "âncora cambial" como mecanismo de rápido alcance da estabilidade de preços. De acordo com Ricardo Carneiro:

---

[508] O Fundo foi previsto para durar dois anos, mas teve sua vigência continuamente postergada sob a denominação de "Fundo de Estabilização Fiscal" (EC nº 10/1996 e EC nº 17 de 1997). Como a nova nomenclatura já induz ao entendimento, o Fundo também teve sua função desvirtuada para atender a demanda financeira de entes aleatórios, como o Ministério do Exército e Polícias Rodoviárias. O FSE atualmente equivale à Desvinculação de Receita da União (DRU). FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 102.
[509] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 365.
[510] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 103.
[511] Ibid., p. 103.
[512] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 364.
[513] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**, op. cit., p. 363.
[514] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004).** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 154.

> O programa de estabilização posto em prática a partir de 1994 faz parte da família de planos que utilizaram a âncora cambial como mecanismo para lograr mais rapidamente a estabilidade de preços, ou seja, utiliza-se a fixação do valor interno da moeda. O primeiro é definido pela relação de equivalência ou taxa de câmbio da moeda local com a moeda externa mais relevante, no caso, o dólar. O segundo, pela constância do poder de compra nominal da moeda doméstica ante uma canastra de bens. As razões pelas quais a taxa de câmbio se torna o indexador principal da economia estão relacionadas à importância da moeda externa como reserva de valor.
> (...).
> A rigor, utiliza-se o câmbio como indexador exatamente porque a moeda externa constitui a referência central da economia. Como o seu valor varia, todos os demais preços também variam, ou seja, a taxa de câmbio ou o valor externo da moeda torna-se uma referência para o valor interno da moeda na medida em que mesmo os bens não comercializáveis têm sua variação determinada pela evolução do câmbio nominal.
> (...).
> A estabilidade fundada na âncora cambial tem, portanto, como pré-requisito, condições adequadas de financiamento do balanço de pagamentos e do setor público. Com esses requisitos assegurados, a estabilização compreende, sobretudo, a definição de um mecanismo de desindexação.[515]

Segundo Belluzzo e Almeida, a âncora cambial foi um modelo utilizado para dar fim às grandes inflações do século XX, ao recuperar a "confiança na moeda nacional" com a garantia do seu valor externo por "financiamento em moeda estrangeira e/ou por um montante de reservas capaz de desestimular a especulação contra a paridade escolhida".[516]

Além do equilíbrio fiscal essencial para a efetividade da âncora, a abertura financeira, iniciada ainda no governo Sarney, ao trazer o Brasil de volta à função de receptor de recursos estrangeiros em razão do retorno dos fluxos de capital externo, foi fundamental para ampliar o nível de reservas internacionais acumuladas, deixando um cenário favorável para a adoção desse mecanismo para assegurar o valor externo da moeda.[517]

Por conseguinte, a estabilização monetária pautada na abertura financeira para fluxos voluntários tem como pressuposto a criação de um cenário interno de oferta de ativos financeiros atraentes, como títulos públicos de curto prazo e de alta liquidez, ações de empresas em processo de privatização, bônus e papéis comerciais de bancos. Tais ativos devem ser normalmente atraídos por altas taxas de juros pois, em razão da fragilidade da

[515] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 357-362.
[516] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 363.
[517] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**, op. cit., p. 362.

moeda de um país periférico e do risco inerente a esse tipo de aplicação por estrangeiros, são exigidos como contrapartida elevados ganhos de capital ou prêmios em suas taxas.[518]

A segunda fase de implementação do Plano Real consistiu na criação de um padrão estável de valor, a Unidade Real de Valor (URV)[519], que passou a integrar o sistema monetário nacional junto ao Cruzeiro Real até a criação do Real em julho de 1994. A URV foi uma tentativa de eliminar o componente inercial da inflação e escapar do mecanismo de congelamento de preços utilizado pelos planos de estabilização anteriores. Por meio dela, segundo Gambiagi, "se recuperaria, primeiramente, a função de unidade de conta para depois de emitida (e denominada 'real') resgatar a função de reserva de valor"[520].

A URV era ajustada todos os dias baseada na média de três índices de preços, para onde eram direcionados os ajustamentos dos salários, eliminando-se as causas da indexação.[521] O "superindexador" de fato cumpriu a sua função em relação ao objetivo do governo, tanto com relação ao alinhamento dos preços relativos (motivo econômico) para que a nova moeda não fosse contaminada com a memória da inflação anterior, como, e principalmente, para manter o poder aquisitivo dos salários durante o período de transição (motivo político).[522]

Após a inserção da quase-moeda e para evitar a aceleração da inflação em razão de uma possível guinada na demanda como acontecera nos planos anteriores, os economistas do Plano Real decidiram elevar as taxas de juros reais e as taxas de depósitos compulsórios para conter o consumo.[523]

Na terceira fase, foi dado poder liberatório à unidade de conta e foi lançada a nova moeda, o "Real", por meio da Medida Provisória nº 542[524] posteriormente convertida

---

[518] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. p. 367-368. "É preciso ter presente a natureza do 'novo' financiamento externo que amparou o Plano Real. Os países da periferia, o Brasil inclusive, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. (...) Cria-se, assim, uma situação na qual a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muito mais lenta das taxas nominais de juros. As taxas reais não podem ser reduzidas abaixo de determinados limites estabelecidos pelos spreads exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada".

[519] Medida Provisória nº 482 de 28 de abril de 1994, posteriormente convertida na Lei nº 8.880/1994.

[520] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 155.

[521] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**, op. cit., p. 365.

[522] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 104-105.

[523] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos, op. cit., p. 156.

[524] A MP nº 542 foi reeditada várias vezes até chegar, em 1995, ao número 1.027.

na Lei nº 9.069 de junho de 1995.[525] Segundo Gambiagi, "enquanto as duas fases iniciais do Real foram extremamente bem-sucedidas e envolveram longo debate acadêmico, a terceira apresentou um conjunto de medidas superpostas"[526].

Entre 1995 e 1998, embora o combate à inflação tivesse mostrado resultado favorável aos idealizadores do plano, a execução da política econômica que lhe serviu como base foi mostrando sinais de esgotamento.

O ano de 1994, e até meados de 1995, foi marcado por uma forte elevação do poder aquisitivo das classes baixas e médias em razão do fim do imposto inflacionário, da alta oferta de crédito, também em razão do fim dos ganhos inflacionários por parte das instituições financeiras, e da ilusão monetária decorrente do reajuste salarial. A carência material decorrente dos períodos anteriores fez explodir o consumo, levando a uma fase expansiva da economia.[527]

Logo em seguida, já em 1995, a crise cambial encarada pelo México no fim de 1994 movimentou o mercado financeiro internacional e o efeito contágio levou à saída dos capitais especulativos do Brasil e à diminuição das reservas cambiais. A partir daí a âncora utilizada pelo Real já demonstrava seu primeiro sinal de esgotamento e sua impossibilidade de ser mantida a longo prazo. Na tentativa de retomar o fluxo de capitais e elevar as reservas cambiais, essenciais à manutenção da âncora e estabilidade do Real, foram elevadas as taxas de juros[528] e criadas dificuldades para compras a prazo, quebrando o ciclo de consumo imediatamente anterior. Também o ajuste fiscal e as privatizações foram impulsionados. As

[525] "Art. 3º O Banco Central do Brasil emitirá o REAL mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, observado o disposto no art. 4º desta Lei. § 1º As reservas internacionais passíveis de utilização para composição do lastro para emissão do REAL são os ativos de liquidez internacional denominados ou conversíveis em dólares dos Estados Unidos da América. § 2º A paridade a ser obedecida, para fins da equivalência a que se refere o caput deste artigo, será de um dólar dos Estados Unidos da América para cada REAL emitido. § 3º Os rendimentos resultantes das aplicações das reservas vinculadas não se incorporarão a estas, sendo incorporadas às reservas não vinculadas administradas pelo Banco Central do Brasil. § 4º O Conselho Monetário Nacional, segundo critérios aprovados pelo Presidente da República: I - regulamentará o lastreamento do REAL; II - definirá a forma como o Banco Central do Brasil administrará as reservas internacionais vinculadas; III - poderá modificar a paridade a que se refere o § 2º deste artigo".

[526] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 156.

[527] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 126.

[528] "Neste contexto, a taxa de juros básica cumpria um papel determinante para o sucesso do plano de estabilização, pois ao mesmo tempo em que funcionava como mecanismo de atração de capitais externos via conta financeira do balanço de pagamentos – necessário para acomodar o aumento das importações sem a produção de uma depreciação cambial –, contribuía decisivamente para a contenção do ritmo de aceleração do consumo agregado". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 164.

medidas buscavam sinalizar ao capital especulativo que o Brasil estava se precavendo para evitar o que havia ocorrido no México.[529]

O período de recessão e estagnação durante esse tempo levou a uma crise de inadimplência no sistema financeiro, que já estava fragilizado pela perda do *floating* das receitas inflacionárias, levando à bancarrota três grandes bancos e alguns de pequeno porte e ao imediato prestamento de socorro por parte do Banco Central pelo Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (Proer), o que serviu para contribuir com a fragilidade das contas públicas. Ao ajudar os bancos, a União teve que despender enormes recursos (4% do PIB em custos diretos e 10% em custos indiretos), agravando as contas públicas já malcuidadas em razão das altas taxas de juros.

Numa perspectiva crítica sobre a atuação do governo, a continuidade e consolidação da supremacia do interesse financeiro iniciada ao tempo da ditadura – com as particularidades da época – sob a ótica da formação mesma de uma classe de "financistas", conforme observado por Hobson, é novamente levantada por Fiori ao falar do período:

> Quando alguma crítica ou notícia não sai na imprensa – e aqui está a mudança que houve na ordem local – não é porque tenha havido uma ordem superior de um censor militar que tenha dito para não se publicar mais notícias sobre o Banco Econômico para não atrapalhar o mercado financeiro e as expectativas internacionais dos investidores, cujas decisões de investir na nossa tulipa seguram a nossa moeda, seguram o nosso presidente, seguram a felicidade de nossa classe média que pode ir tomar banho em Miami. O mais provável é que tenha havido uma reação simultânea e quase espontânea concatenada pela determinação do interesse coletivo a manutenção de toda essa ficção. Não é necessário um grande raciocínio estratégico. É só o órgão da mídia pensar nos seus investimentos que concluirá: suspende essa matéria! Este tem sido o argumento cada vez mais explicitado pelas autoridades governamentais: não mexer no sistema financeiro porque senão provocaremos uma hecatombe. Assim, alocar sete bilhões no sistema financeiro e meio bilhão na saúde passa a ser justificável porque a saúde dos bancos significa a saúde da economia, que é a saúde da sociedade, que é a saúde do povo.[530]

A situação começou a voltar à normalidade no ano seguinte, quando o retorno da calmaria do mercado financeiro internacional melhorou o desempenho das contas externas e da atividade econômica. O *marketing* governamental afirmava que o período de instabilidade anterior era natural ao processo de estabilização da moeda, e que o crescimento seria retomado ante a definitiva estabilidade dos preços. No entanto, segundo Filgueiras, era evidente que

> os elementos fundamentais do Plano, que seguravam a inflação em níveis muito baixos, continuavam colocando o país numa armadilha que contrapunha, de um

[529] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 126.
[530] FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4a ed. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 136.

> lado, inflação reduzida, com estagnação econômica ou crescimento medíocre e elevados níveis de desemprego, e, de outro, crescimento mais elevado, mas com risco de uma crise cambial.[531]

Novamente, numa fase que perdura de 1997 ao final de 1998, o Brasil passa por um momento de recessão e estagnação econômicas. Dessa vez, as vítimas do mercado financeiro internacional foram os países asiáticos. O efeito contágio atingiu o Brasil e houve nova fuga de capitais e as reservas cambiais despencaram. Os juros foram elevados para atrair os capitais estrangeiros e manter a estabilidade da moeda, sendo também lançado um novo ajuste fiscal, o pacote de Medidas de Ajuste Fiscal e Competitividade, que previa corte nos gastos públicos por meio de demissões de funcionários públicos, suspensão de reajuste salarial, cortes no investimento público e aumento das alíquotas de impostos. O pacote que serviria para estabilizar as finanças públicas não conseguiu ser completamente colocado em prática, o que levou a uma explosão da dívida pública interna.

O acordo do Fundo Monetário Internacional com os países asiáticos conseguiu recobrar o fluxo dos capitais estrangeiros aos demais países, mas a boa resposta foi logo quebrada pela crise russa de setembro de 1998, às vésperas da disputa presidencial que poderia reeleger o então chefe do Executivo federal brasileiro.

O governo se antecipa e pede o auxílio do Fundo Monetário Internacional para conter a iminente crise. Junto aos demais organismos internacionais e a alguns países centrais, todos preocupados com uma terceira leva de instabilidade global em caso de uma possível queda do Brasil, é aprovado um acordo de ajuda externa que contempla a exigência de superávits primários progressivos até o ano de 2001.[532] Para Luiz Filgueiras:

> Adicionalmente, o governo se comprometeu formalmente nos contratos de empréstimo a não impor "controles às saídas de capital", abdicando de criar mecanismos para interromper a queda de reservas, enquanto estivesse em vigor o contrato com os organismos internacionais.
> (...).
> Em síntese, os empréstimos concedidos, sob a chancela do FMI, apresentavam-se então como um paliativo para que o país fechasse o ano de 1998 com um aumento das reservas para US$ 76 bilhões, portanto, sinalizando para o cumprimento dos seus compromissos externos em dia, dando maior segurança aos capitais financeiros internacionais e aos grandes especuladores nacionais, desde que, obviamente, não houvesse novas turbulências no cenário internacional.[533]

[531] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 135.
[532] Ibid., p. 151.
[533] Ibid., p. 143.

Além disso, a elevação das taxas de juros foi mais uma vez utilizada como recurso para a atratividade do capital estrangeiro, dessa vez sendo acompanhada de incentivos tributários. Para Belluzzo e Almeida, a insistência na manutenção da âncora cambial e consequente sobrevalorização da taxa de câmbio apenas poderia ser justificada no "fator político" da medida para a reeleição, pois não conseguiria ser explicada pela lógica da política econômica, "a essa altura completamente superada pelos fatos".[534]

O cumprimento do acordo ganhou contornos de dramaticidade quando uma das medidas mais importantes referentes ao ajuste fiscal (Programa de Estabilidade Fiscal), a aprovação da cobrança de contribuição previdenciária contra servidores inativos – pois o governo enxergava na previdência pública o principal fator do agravamento da situação das contas públicas –, foi reprovada pelo Congresso Nacional. Os aplicadores estrangeiros encararam com ceticismo o pacote e as medidas acabaram não evitando a fuga de capitais.[535]

Assim, as medidas tomadas não foram suficientes para conter os ataques especulativos contra o Real, e a resposta à crise asiática havia gerado o crescimento da dívida e do déficit público em razão da queda da arrecadação tributária e das seguidas elevações das taxas de juros. O retorno dos capitais, portanto, tornava-se cada vez mais longínquo, pois a desconfiança quanto ao descumprimento das metas acordadas com o FMI era crescente.[536]

Após a vitória nas eleições presidenciais, o governo se convenceu, ainda que tardiamente, acerca da falência do regime cambial adotado. A inevitabilidade do quadro impôs a desvalorização cambial em janeiro de 1999 seguida da adoção do câmbio flutuante.[537] Também foi aprovado o ajuste fiscal no Congresso Nacional[538], o que permitiu a renegociação do acordo com o FMI, que, segundo Belluzzo e Almeida:

> (...) serviu para dar uma segunda sobrevida ao Plano Real. É muito importante observar que este acordo estruturado em tempo relativamente curto, mobilizando montantes expressivos de diversas procedências e apoiado em bases absolutamente irreais, só foi possível devido ao risco – àquela altura considerado muito alto – de contágio nos mercados financeiros globalizados de uma explosão do real. (...). O próprio acordo concorreu para minimizar esse risco, seja porque denotou uma determinação de socorro financeiro internacional antecipado a uma crise mais do que anunciada, seja porque permitiu a conclusão dos ajustes dos

[534] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 398.
[535] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 176-177.
[536] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 186.
[537] GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos, op. cit., p. 177.
[538] Ibid., p. 177.

> portfólios e/ou a formação de posições de proteção de bancos e investidores estrangeiros e nacionais ante o "risco Brasil".[539]

Sobre a desvalorização e crise cambial, Filgueiras:

> Até o dia 29 de janeiro, o país já havia perdido US$ 8 bilhões e suas reservas líquidas já tinham se reduzido para US$ 27 bilhões. Assim, duas semanas após o alargamento da banda, o Real já acumulava uma desvalorização de 39% e o dólar, uma valorização de 64% (...). Assim, o Plano Real, calcado na âncora cambial, soçobrou – depois de quatro anos e meio de reformas liberais, de sucessivas tentativas de ajuste fiscal e de um processo de privatização do patrimônio público que rendeu, para a União, quase US$ 50 bilhões; e não foi por falta de aviso. A necessidade de correção do caminho que conduziu o país em direção à crise cambial, insistentemente reivindicada por economias de distintas tendências, principalmente após a crise do México, da Ásia e da Rússia, foi rechaçada sistematicamente – a partir de uma crença que "apostava" na iminência de um salto de competividade da economia brasileira, que iria pôr ordem na balança comercial do país.[540]

Na tentativa de contornar a crise, o Banco Central passou a ser comandado pelo conceituado funcionário do mercado financeiro, Armínio Fraga. A redefinição das metas do FMI exigiu novas facilidades para a entrada do capital estrangeiro de curto prazo, tornando a abertura financeira quase completa e a continuidade das altas taxas de juros. No mês de março de 1999, os efeitos já começaram a ser sentidos e o fluxo de capitais retornou ao país.

O objetivo primário da política econômica do governo passa a ser centralizado no receio do ressurgimento da inflação. Para isso, são realizados ainda mais cortes orçamentários, aumento da alíquota de tributos e manutenção das altas taxas de juros. Ao fim, esse tipo de medidas, "além de derrubar a demanda e desacelerar a economia, também sinalizou maiores rendimentos, no curto prazo, para o capital estrangeiro especulativo, uma vez que, para atingir o objetivo proposto, o retorno desses capitais, com a revalorização do real, era elemento crucial da estratégia adotada"[541].

A nova direção do Banco Central, paralelamente, redefiniu o regime cambial e implementou a sistemática das metas de inflação, por meio do Decreto nº 3.088/1999, como diretriz para fixação do regime de política monetária, medida sugerida por Armínio Fraga e que já havia sido adotada por diversos países.[542] A sistemática consistia no estabelecimento

[539] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 402-403.
[540] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 189.
[541] Ibid., p. 195.
[542] Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Suécia (1993), Austrália (1993), Chile (1991), Israel (1992), Polônia (1998), República Tcheca (1998), Colômbia (1999), México

de uma meta inflacionária representada por variações anuais de índices de preços e ao Banco Central competiria executar as políticas necessárias para o cumprimento dessas metas. Assim, a política macroeconômica passa a ser pautada no tripé de regime de câmbio flutuante, superávit fiscal primário e manutenção de um índice inflacionário razoável.

O regime de metas de inflação foi originado do Novo Consenso Macroeconômico, o qual entendia ser a manutenção de uma inflação baixa e estável condição *sine qua non* para o crescimento de longo prazo, constituindo-se esse paradigma como a "nova síntese dos avanços da teoria macroeconômica convencional, em que a política monetária torna-se o principal instrumento de política econômica, e as demais políticas (fiscal, cambial, financeira etc.) tornam-se subordinadas aos objetivos da estabilização"[543].

As metas de inflação passaram a ser propostas pelo Ministro da Fazenda e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional. O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil, composto pela diretoria do Banco Central, teria o dever de atingir a meta da inflação com a utilização de um instrumento concebido como fundamental: a taxa de juros de curto prazo[544]. Assim:

> O BCB utiliza a taxa Selic como instrumento primário de política monetária. A taxa Selic é a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil (*overnight*) lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), ou seja, é a taxa de juros que equilibra o mercado de reservas bancárias.[545]

As medidas de iniciativa do governo para tentar contornar os efeitos da crise, como a adoção do câmbio flexível, do regime de metas inflacionárias e aplicação de um ajuste fiscal ainda mais rigoroso para cumprir os compromissos da dívida, não conseguiram reverter o quadro da economia e da fragilidade financeira do setor público, ocasionando a

(1999), entre outros. CARVALHO, Fernando J. Cardim. (org.). et. al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 149.

[543] Ibid., p. 150.

[544] "Assim, através, fundamentalmente, da administração da taxa de juros (nominal) de curto prazo, busca-se influenciar a taxa de juros (nominal) de longo prazo e, dessa forma, a trajetória da economia. No entanto, o mecanismo de transmissão dos efeitos da taxa de juros sobre a dinâmica da economia é muito complexo, além de implicar em defasagens temporais de difícil previsibilidade e controle. No Brasil, em particular, a diferença entre a taxa de juros primária e as taxas que são aplicadas ao consumidor é muito grande, com a existência de diversos elementos – inadimplência, concentração do mercado financeiro e cunha fiscal, entre outros – que dificultam a trajetória das segundas. Além disso, diferentemente dos países desenvolvidos, a subida da taxa de juros aqui, ao contrário do esperado, pode implicar em aumento do consumo no curto prazo, em razão do 'efeito riqueza' decorrente da valorização financeira das poupanças de segmentos importantes da população. Os outros instrumentos que podem ser utilizados pela política monetária são os depósitos compulsórios e a política de crédito". FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 237.

[545] CARVALHO, Fernando J. Cardim. (org.). et. al. **Economia monetária e financeira**, op. cit., p. 161.

estagnação do crescimento econômico[546] e a mera gestação de um "governo de crise"[547] durante todo o segundo mandato.

Nesse ínterim, foram celebrados três contratos de empréstimos com o FMI, cuja consequência foi o monitoramento pelo organismo das contas públicas e atividade econômica internas para o cumprimento dos acordos.

No geral, os oito anos de Fernando Henrique Cardoso, em que pese ter efetivamente controlado o índice inflacionário, foi marcado por um estado permanente de crise que justificava, na perspectiva do governo, reformas no setor produtivo, financeiro e estatal, cuja consolidação teve como instrumento principal Medidas Provisórias e Resoluções, transformando o Congresso Nacional em mera instância homologatória das decisões do Executivo.

A promessa do Plano Real, enquanto plano de estabilização que, junto às reformas estruturais, promoveria o desenvolvimento econômico, não cumpriu com o preconizado.

Com relação às contas públicas, houve o aumento da carga tributária de 28% para 32%, mas não foi o suficiente para abrandar o desequilíbrio fiscal e financeiro do Estado, predominantemente causado pela manutenção de elevada taxa de juros e de correspondente e substancial aumento dos encargos da dívida.[548]

Diferentemente daquilo propagandeado pelo governo, que culpabilizava os gastos com a Previdência, da estrutura administrativa e das empresas estatais pelo aumento exponencial da dívida pública, segundo demonstram as avaliações de Ricardo Carneiro, no que acompanha Luiz Filgueiras, a composição do déficit comprova que o prejuízo foi ocasionado, inequivocamente, pelo progressivo aumento da taxa de juros mantido durante os dois governos FHC, justificados pela necessidade de atrair capital estrangeiro para manutenção das reservas cambiais que, por sua vez, possibilitava a manutenção da âncora cambial[549], ou seja, teve origem tipicamente financeira.[550]

---

[546] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 230.
[547] Ibid., p. 225.
[548] CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 282.
[549] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**, op. cit., p. 179.
[550] Ainda, de acordo com o autor: "Do ponto de vista da demanda agregada, as autoridades econômicas abstiveram-se de realizar uma política contracionista no período 1994-1998, ou seja, o crescimento da carga de juros não foi compensado pela elevação do superávit primário, implicando o aumento proporcional do déficit operacional. Essa preservação do déficit operacional e o seu financiamento pela emissão da dívida pública, todavia, não tiveram impacto expansionista sobre a demanda efetiva, pois não se materializaram em

A permanência da âncora cambial durante um longo período em razão da ausência de um ajuste fiscal profundo, quando esta deveria ser temporária, de acordo com Belluzzo e Almeida, acabou tornando a estabilização refém da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como única forma de diminuir a inflação. O problema, na visão dos autores, é que a utilização desses instrumentos não teria efeito "neutro sobre as contas públicas, de forma que demonstrar solidez fiscal e afastar suspeitas sobre a solvência do setor público se tornavam tarefas cada vez mais difíceis à medida que avançava o plano de estabilização".[551]

A solução do governo para o impasse, ao adotar o regime de metas de inflação, também não representou uma mudança qualitativa na forma de exercer a política monetária.

No sistema de metas de inflação, as taxas de juros de curto prazo atuam como instrumento de política monetária e sua manipulação leva ao estabelecimento da meta a ser alcançada. Por conseguinte, a política monetária, condutora do regime, não pode ser atrapalhada pela política fiscal, que, em caso de déficit, pode levar ao descontrole da emissão monetária e ao desequilíbrio do índice inflacionário.[552]

A política anti-inflacionária, ao fim, acaba apenas substituindo seu eixo de subordinação. Se antes vinculada ao câmbio, passa a ter como base a política fiscal e monetária. A política econômica passa a centralizar-se no alcance da meta, que, por sua vez, necessita de reiterados ajustes fiscais (superávits primários) para ser alcançada. O ajuste fiscal, nesse sentido, anula-se em razão do aumento da taxa de juros, mecanismo "essencial" para conter a inflação, pois faz elevar ainda mais a dívida pública.[553]

Em contundente crítica ao regime de metas de inflação, Cristina Penido:

> A adoção de metas de inflação como objetivo único do Banco Central engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Em um regime de metas de inflação, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária. Até mesmo a formulação da política fiscal fica limitada, pois, ao manejar a taxa de juros para cumprir a meta de inflação fixada, o Banco Central condiciona a execução orçamentária do Tesouro. Assim, procura-se atender ao objetivo central dos seus

---

poder de compra, mas em aumento da riqueza financeira privada. Após 1999, com a deterioração do financiamento externo e flutuação do câmbio, a política fiscal adquire um caráter francamente contracionista via realização de superávits primários para compensar a carga de juros". CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 388-389.

[551] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 389-390.

[552] CARVALHO, Fernando J. Cardim. (org.). et. al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 153.

[553] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 250-252.

> defensores, que é 'despolitizar' a política econômica. (...). O regime de metas de inflação não é o único nem o melhor instrumento de política monetária. Nem sequer é o mais adequado em um país periférico como o Brasil, que não possui moeda internacionalmente conversível e apresenta enorme vulnerabilidade externa. A economia brasileira vive sujeita à volatilidade dos fluxos de capital, com impactos consideráveis sobre a taxa de câmbio, que contamina os preços 'controlados' das concessionárias de serviços públicos e dos produtos comercializáveis, pressionando a inflação. A elevação dos juros não tem tido o efeito esperado sobre a estabilidade dos preços, mas é sério obstáculo à retomada do crescimento e geração de empregos.[554]

Além disso, segundo Bruno Contento, o Plano Real também não foi capaz de acabar com a indexação financeira como propunha. A manutenção de elevadas taxas de juros, num quadro de alto endividamento do setor público, e a possibilidade de os detentores dos títulos públicos chegarem a perder montantes elevados em decorrência de uma diminuição, impediu que o governo eliminasse a indexação financeira[555].

No entanto, devendo ser temporária, a indexação permaneceu em voga durante todo o período. Assim, em que pese o fim da alta inflação, os bancos permaneceram conformando seus rendimentos aos títulos públicos atrelados a taxas de juros elevadas e de curtíssimo prazo. Ainda de acordo com o autor:

> Com efeito, os títulos públicos continuaram representando uma aplicação atrativa para a alocação de poupança financeira dos atores econômicos, notadamente dos bancos. Mesmo com a recomposição do grau de monetização da economia registrada depois do Plano Real, o estoque de riqueza dos agentes continuou sendo aplicado majoritariamente em títulos públicos – principalmente de curto prazo –, ora indexados à Selic quando da expectativa de seu aumento, ora sob a forma de títulos prefixados, quando da expectativa de queda dos juros básicos.
> (...).
> Ademais, a estabilização monetária em contexto de indexação financeira permitiu ao Banco Central recuperar apenas parcialmente a autonomia da política monetária, ante a redução de seu grau de eficiência provocada pela indexação dos títulos públicos à taxa básica de juros. Isto porque a existência de títulos públicos de curtíssimo prazo, com *duration* praticamente zero e atrelados aos juros de curtíssimo prazo impede que o aumento da taxa básica de juros se traduza em termos de redução do valor de mercado destes ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos agentes e, ao cabo, da demanda agregada.
> (...).

---

[554] FREITAS, Maria Cristina Penido de. O Banco Central deve ser autônomo? Não. Implicações profundas e negativas. **Folha de São Paulo**. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz1204200310.htm. Acesso em: 10 set. 2018.

[555] "Ao manter a remuneração dos títulos públicos atrelada aos juros de curtíssimo prazo, o governo buscou atribuir viabilidade ao financiamento do setor público num contexto de incerteza em relação ao comportamento dos preços-chave da economia, particularmente da taxa básica de juros, o que implicou a manutenção da indexação financeira, representada pela LFT. (...). Isto significa que o processo de estabilização monetária no Brasil, pautado na manutenção do valor externo da moeda em certo patamar, fez com que a desindexação dos contratos do setor produtivo da economia não pudesse ser acompanhada pela desindexação financeira. Caso esta fosse suprimida, o financiamento não-monetário do setor público teria sido dificultado, o que imporia um grande risco ao sucesso do plano de estabilização". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 165-166.

> Em poucas palavras, a estabilidade monetária não rompeu com a institucionalidade que serve de base à ciranda financeira, e não apenas em função da existência de títulos indexados aos juros de curto prazo, mas em razão de não ter se traduzido em estabilidade macroeconômica e não ter propiciado a prática de juros reais baixos. Este último fator, inclusive, serviu de combustível à ciranda financeira, especialmente no interregno jul.1994/out.1999.[556]

Nesse contexto, o padrão de rentabilidade dos bancos retornou ao atrelamento às receitas sobre a aquisição e carregamento dos títulos públicos, na predominância de concessão de crédito a curto prazo e cobrança de tarifas de prestação de serviços.[557]

A constatação é de modo similar compartilhada por Alessandro Octaviani. A garantia dada pelo Estado sobre as aplicações em títulos de dívida pública, segundo o autor, é incentivada por dois mecanismos: ausência de risco de crédito e ininterrupta demanda. A dívida pública passou a representar "um aspirador da riqueza nacional para seus poucos detentores"[558]. Assim é que:

> A Dívida Pública Interna brasileira e o pagamento de seus juros são um elemento essencial da estabilização inflacionária organizada por Fernando Henrique Cardoso, em 1993. O arranjo montado entre câmbio sobrevalorizado, redução das tarifas alfandegárias e os mais altos juros do mundo mantiveram a inflação em patamares reduzidos, trazendo, entretanto, algumas consequências, dentre as quais forte aumento do desemprego e da Dívida Pública Interna, que elevou-se em aproximadamente dez vezes durante os dois governos federais da coligação PSDB-PFL. Este aumento, é claro, não é desinteressado, natural ou neutro, mas expressa uma correlação de forças na sociedade brasileira, que passa a realizar uma forte transferência de renda de baixo para cima, em favor dos detentores dos títulos da dívida, que, por sua vez, comandam os espaços institucionais que decidem os próprios indexadores. O esteio que permitiu a reeleição de Fernando Henrique Cardoso – além do comportamento duvidoso de parlamentares que vieram a perder seu mandato por conta do escândalo da compra de votos – foi a amarga lembrança da inflação da década de 1980, mas, em determinado momento, o forte desemprego e os baixíssimos índices de crescimento da economia brasileira nos anos de governo PSDB-PFL abriram espaço para a candidatura Lula-José Alencar, que representaria simbolicamente o mundo do trabalho aliado aos proprietários industriais nacionais.[559]

O Estado, portanto, dá continuidade àquela política de beneficiamento do setor financeiro inaugurada em fins da década de 1970 pela ditadura civil-militar. Dessa vez, num posicionamento que, em evidência, constitui-se como uma deliberada opção de governo

---

[556] OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 167-169.
[557] Ibid., p. 177.
[558] OCTAVIANI, Alessandro. A benção de Hamilton na semiperiferia: ordem econômico-social e os juros da dívida pública interna. In: OCTAVIANI, Alessandro. **Estudos, pareceres e votos de direito econômico**. São Paulo: Singular, 2014, p. 111.
[559] Ibid., p. 115.

condicionante de toda a política econômica em busca de uma estabilidade inflacionária que, a despeito de ser alcançada, prejudica os interesses das demais classes sociais não representadas pelos interesses financistas.

Consolida-se, portanto, o papel do Estado como "garantidor e avalista do capital financeiro privado"[560]. Esse aspecto peculiar da financeirização brasileira, pois, diferente dos países centrais, ancorado na manutenção de alta taxa de juros[561], é incrementado pela abertura e liberalização financeiras, que fecham o pacote da inserção subordinada do Brasil nos ditames da mundialização financeira e no novo padrão de acumulação com dominância financeira adotado por muitos países centrais.

III.4. Abertura e liberalização financeira

Inseridas no pacote neoliberal sugerido pelos técnicos do Consenso de Washington, coexistiram, junto às mudanças na estrutura estatal e no setor produtivo, as alterações atinentes à abertura financeira seguida de desregulamentação interna dos países periféricos, até então considerados como reprimidos financeiramente, situação que, em teoria, impedia a livre fluidez dos capitais e o desenvolvimento econômico dessas economias.

A abertura financeira, segundo Daniela Prates:

> [d]epende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico. Existem basicamente três níveis de abertura financeira. No primeiro nível, são permitidos tanto o endividamento de residentes no mercado internacional de capitais quanto o investimento de não-residentes no mercado doméstico – essas transações são denominadas *inward transactions*. O segundo nível de abertura envolve a posse de ativos externos e a transferência de capital por parte de residentes, e o endividamento de não-residentes no mercado interno – transações denominadas *outward transactions*. Nesse nível de abertura, existe total conversibilidade da conta capital. O terceiro nível de abertura refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à liberdade de posse e de relações de débito e crédito entre residentes em (ou denominados em) moeda estrangeira. É importante ressaltar que não existe uma ordem hierárquica entre os três níveis de abertura. Os movimentos apontados acima não seguem, necessariamente, uma

[560] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1035.

[561] Sobre a continuidade do processo de financeirização nos governos petista, Miguel Bruno e Ricardo Caffe assinalam essa diferença: "Denominamos financeirização usurária para diferenciá-la de seu homólogo nos países desenvolvidos, onde as taxas de juros praticadas são demasiadamente baixas ou negativas, impossibilitando o surgimento dessa modalidade. Em economias avançadas, a financeirização desenvolve-se através de outros produtos e serviços geradores de renda financeira, não necessariamente, renda de juros". Ibid., p. 1037.

> sequência pré-definida, podendo ocorrer simultaneamente ou não. Um país pode manter restrições sobre os movimentos de capitais e, ao mesmo tempo, permitir transações envolvendo moeda estrangeira no espaço nacional. Ou seja, é possível definir diferentes graus de conversibilidade da conta de capital e interna da moeda e, assim, diferentes combinações entre os níveis de abertura financeira.[562]

Já a liberalização, ou desregulamentação interna do mercado financeiro, de acordo com Biancarelli:

> Liberalização em geral tem um sentido mais amplo (que pode ou não conter a abertura), e significa abolição ou relaxamento de regras (desregulamentação) e estruturas pré-existentes e/ou criação de novas instituições, sempre no sentido de reduzir a participação estatal e ampliar a presença das forças de mercado na alocação dos recursos. (...) prefere-se utilizar o termo "abertura financeira" para a dimensão externa – a eliminação de restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros por entre as fronteiras nacionais – e "liberalização financeira" para a dimensão doméstica – a diminuição da presença estatal no sistema financeiro e a eliminação dos entraves à operação das forças de mercado nas relações entre credores e devedores.[563]

As mudanças no sistema financeiro internacional e a emergência dos investidores institucionais nos Estados centrais em busca de novos mercados, como demonstrado na primeira parte deste trabalho, introduzem nos países periféricos o ideário que impõe a necessidade de inserção desses países na sistemática da finança mundializada, levando a transformações estruturais quanto à abertura externa ao fluxo de capitais e à desregulamentação interna capazes de viabilizar maior liberdade para o trânsito dos recursos.

A desregulamentação, aplicada inicialmente nos países centrais, teria sido o super trunfo da potencialização do investimento e do crescimento econômico nesses países. Assim como as diversas mudanças no setor produtivo e na política econômica, que deixa para trás a "malsucedida" busca pelo pleno emprego, os países periféricos, para alcançarem o nível de maturidade observado por aquelas economias, deveriam seguir passo a passo o receituário que havia feito as economias centrais chegarem a altos índices de desenvolvimento.

No âmbito da dinâmica observada nos países centrais durante esse movimento, houve uma atuação direcionada dos Estados no sentido do retorno das finanças globais em razão da própria liberalização de seus sistemas financeiros internos, ávidos pela

---

[562] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 7.

[563] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 3-4.

multiplicação de seus rendimentos, que já encontravam sinais de esgotamento no interior dos países pioneiros.[564]

Essa dinâmica de liberalização, inicialmente restrita aos países centrais e caracterizada, sobretudo, pelo processo de securitização, desenvolvimento de instrumentos derivativos, emergência de investidores institucionais e universalização bancária, começa a ganhar profundidade na década de 1970 e inicia a ampliação de suas fronteiras a partir da década de 1980. No entanto, em razão da escassez de recursos no sistema financeiro internacional decorrente das crises das dívidas externas e dos altos níveis inflacionários observados nos países periféricos, é apenas no início de 1990 que tais países são de fato inseridos na dinâmica da finança mundializada.[565]

Para Belluzzo e Coutinho:

> Os países da periferia, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. Em primeiro lugar, é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.[566]

Na visão teórica convencional, partidária dos supostos benefícios da abertura financeira, seriam várias as vantagens, para os países periféricos, da inserção de suas economias à mundialização financeira.

---

[564] Segundo Coutinho e Belluzzo: "As decisões políticas tomadas pelo governo americano, ante a decomposição do sistema de Bretton Woods, foram ampliando o espaço supranacional de circulação do capital monetário. A política americana de reafirmar a supremacia do dólar acabou estimulando a expansão dos mercados financeiros internacionais, primeiro através do crédito bancário – euromercados e *off shores* – e mais recentemente através do crescimento da finança direta. Paradoxalmente, as tentativas de assegurar a centralidade do dólar nas transações internacionais ensejaram o surgimento de um instável e problemático sistema plurimonetário com paridades cambiais flutuantes". COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 129-54, dez. 1996, p. 152.

[565] De acordo com Daniela Prates, a abertura financeira nos países centrais foi formalizada pelos Códigos de Liberalização da OCDE em 1961. Contudo "nesse período a maioria dos países centrais e periféricos mantinham amplos controles quantitativos sobre esses fluxos, que constituíam um dos pilares do sistema de Bretton Woods". PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 12.

[566] COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas, op. cit., p. 141.

A integração dos países em torno de um mercado financeiro mundial livre de barreiras repressivas teria o condão de compartilhar e diversificar os riscos financeiros, além de propiciar facilidades quanto ao financiamento dos desequilíbrios nas balanças de pagamentos e o acesso à poupança externa.[567]

Por conseguinte, o mercado de ações seria beneficiado pela integração de carteiras e diminuiria o custo de capital; a emissão de ações primárias seria incentivada e o investimento produtivo beneficiado, ocasionando a ampliação progressiva do crescimento econômico.[568]

Essa visão tinha como pressuposto fundamental a deficiência dos países periféricos no acúmulo de poupança interna, o que levaria ao sufocamento do investimento produtivo. Assim, havendo um problema estrutural interno de captação de poupança, seria necessário buscar naqueles países que possuíam excesso de poupança os recursos necessários para propiciar o investimento. Antes realizada predominantemente por meio de empréstimos intermediados, como observado na experiência brasileira exposta no segundo capítulo deste trabalho, o acesso à poupança externa seria facilitado pela captação direta, sem embaraços, com a integração dos diversos mercados.

Com a abertura financeira, o capital dos países centrais, em sua forma livre, tenderia a se deslocar para os locais em que fossem viabilizadas melhores oportunidades de aplicação e maiores rendimentos. Essa livre movimentação, para efetivar seus benefícios em todo o mundo, tornava imprescindível a eliminação de barreiras impeditivas frequentes nas estruturas protetivas dos países periféricos.

A finança mundializada era um novo mundo de oportunidades que até então a periferia desconhecia. Sua aderência ampla ao sistema, aliada às modificações estruturais internas, seria a solução para o baixo desenvolvimento econômico observado nessas economias, marcadas por períodos de grande instabilidade decorrentes da excessiva intervenção do Estado sobre os mercados.

Na realidade, o mundo começou a observar o retorno da predominância das ideias de que os países periféricos teriam uma debilidade estrutural e que se fazia não apenas necessária, mas imprescindível, a articulação com os países centrais, só que agora na forma do predomínio do intercâmbio de recursos financeiros. A ideia foi vendida como uma

[567] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 10.
[568] Ibid., p. 11.

promessa de integração entre o sistema produtivo nacional e o sistema financeiro globalizado que potencializaria a capacidade de investimento das empresas.

Não era suficiente, no entanto, a abertura financeira aos fluxos externos de capitais. O conjunto de medidas consolidado pelos economistas convencionais, de integração entre capital produtivo e monetário, previa também alterações na estrutura interna dos sistemas financeiros desses países. Tais mudanças, portanto, ainda que não tenham sido iniciadas na década de 1990, estão diretamente relacionadas ao movimento observado das finanças mundializadas pois, durante o período, representam uma intensificação das condutas direcionadas à desregulamentação, além de partilharem do paradigma do excesso de intervenção estatal como o mal maior das economias periféricas e da tentativa de resolução do problema de acúmulo de poupança interna.[569]

Para esses teóricos, os sistemas financeiros periféricos, dado o alto nível de regulamentação e excesso de intervenção estatal, em que os governos exerciam a absorção e direcionamento do crédito, além do controle sobre a remuneração sobre esse crédito, eram reprimidos em suas potencialidades, tornando-se sistemas débeis funcionalmente e que não seriam capazes de responder às demandas de crescimento econômico. Para melhorar a capacidade de financiamento e dar vazão à necessidade de investimento produtivo, seriam necessárias medidas que eliminassem os controles sobre o crédito, que concedessem total liberdade às taxas de juros, à entrada de serviços financeiros, à autonomia bancária e apropriação privada desse setor, além da abertura financeira que viabilizaria a entrada dos investidores institucionais.[570]

O pensamento dominante e que chegou ao Brasil no fim da década de 1980 defendia a liberalização geral como a única alternativa para os países periféricos alcançarem o aprofundamento financeiro e proporcionar uma aliança frutífera com o setor produtivo.

Nas palavras de Marcos Cintra:

> A formulação original da teoria da repressão financeira apóia-se em uma visão pré-keynesiana da relação entre poupança e investimento, acrescida de uma rigidez institucional do mercado financeiro, dada a intervenção estatal, que impede a obtenção do nível de equilíbrio. Para estes teóricos, como mostramos acima, a restrição à expansão do investimento reside na indisponibilidade de liquidez nos mercados de crédito, devido à repressão no setor bancário e nos mercados de capitais, enfatizando, assim, a complementaridade entre a acumulação de capital produtivo e a acumulação de moeda. A liberalização financeira expandiria o

[569] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 71.
[570] Ibid., p. 74.

> crédito bancário, deslocando o autofinanciamento e produzindo um aumento da taxa de poupança da economia.
> (...).
> É neste sentido que o aumento da taxas e juros constitui a peça fundamental da política de liberalização financeira: dever-se-ia deixá-la flutuar até os níveis adequados à eliminação do déficit de poupança interna, provocado por taxas de juros artificialmente baixas. Com o aumento da taxa de juros, tanto os depósitos bancários se expandiriam, permitindo o aumento do crédito e dos fundos para investimento, quanto a poupança seria liberada de usos inferiores, viabilizando um aumento na eficiência alocativa. Além disso, taxas de juros mais elevadas desestimulariam o sobreinvestimento em atividades existentes, bem como a especulação com ativos ou estoques reais e/ou de riscos.[571]

Foram essas as perspectivas teóricas que embasaram, alguns anos depois, o pensamento propalado pelo Consenso de Washington e sua absorção pelas autoridades governamentais brasileiras.

Antes do governo Sarney, as normas que disciplinavam a remessa e entrada de capitais eram avaliadas como rígidas, como era o caso da Lei nº 4.131 de 1962[572], instrumento legal que, em tese, deveria disciplinar todas as operações que envolvessem a "aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior".[573]

A abertura e liberalização financeira no Brasil começam a progredir a partir do fim da década de 1980. Cabe considerar, para efeitos do desenvolvimento do presente tópico, que, no Brasil, a "repressão financeira" interna alegada pelos partidários contrários a essa tese nunca foi de fato observada.[574] A liberalização do sistema financeiro doméstico foi comandada, precipuamente, pelo movimento de desnacionalização bancária, privatização e desregulamentação no que se refere à adaptação dos bancos à dinâmica da finança mundializada, tendo a abertura surtido efeitos determinantes na configuração desse sistema,

---

[571] CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas: Editora da Unicamp, 1999, p. 57-58.

[572] SICSÚ, João. Rumos da liberalização financeira brasileira. **Revista de Economia Política**, vol. 26, nº 3 (103), pp. 364-380 julho-setembro/2006, p. 364-365.

[573] Como será visto, todas as alterações do objeto da lei foram feitas à sua revelia e, não sendo suficientes, à revelia da Constituição Federal de 1988, por meio de normas infralegais disparadas pelo Banco Central e Conselho Monetário Nacional que revolucionaram a estrutura dos fluxos de capitais, sem que o texto da lei fosse alterado e, por conseguinte, sem qualquer discussão no âmbito do Congresso Nacional, essencial para as mudanças concernentes ao objeto da regulação legal.

[574] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 102. O controle sobre a taxa de juros e o direcionamento seletivo do crédito, tidos como os principais instrumentos de "repressão financeira", foram praticamente eliminados. Sobre o primeiro caso, o limite de juros estabelecido na Lei da Usura nunca foi de fato aplicado pelo sistema bancário, que sempre arrumou formas de burlar a lei com a cobrança de tarifas compensatórias. Já o crédito direcionado sempre coube predominantemente aos bancos públicos estaduais, federais e ao BNDES, principalmente no que se refere ao crédito habitacional e rural e para grandes empreendimentos de infraestrutura. Assim, o setor bancário privado nacional nunca foi "reprimido" na acepção do termo criado pelos teóricos da "repressão financeira".

como será demonstrado mais adiante. Por enquanto, atemo-nos às questões de abertura dos fluxos de capitais entre o Brasil e o mundo.

Segundo Daniela Prates, a implementação das reformas referentes à abertura financeira não seguiu a ordem sequencial indicada pelo Consenso de Washington: a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos antecedeu à estabilização macroeconômica, que apenas veio a ser concretizada durante a execução do Plano Real. O uso da âncora cambial, responsável pela estabilização inflacionária, foi possibilitado pelo acúmulo de reservas resultantes das medidas tomadas por Sarney e intensificadas por Collor na liberação dos fluxos de capitais.[575] Por outro lado, a estabilização monetária também se mostrava essencial para trazer os efeitos desejados e potencializadores da abertura financeira, sem a qual os ativos internos não teriam atratividade o suficiente aos olhos do aplicador estrangeiro.[576]

A abertura financeira, aqui entendida, simplificadamente, como um conjunto de ações que envolve dois processos independentes, "a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos (ou seja, dos movimentos de capitais) e a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional"[577] ou "a facilidade com que são permitidas as entradas e saídas de capitais de não residentes e residentes"[578], ganha corpo a partir do governo Sarney, com a política de abertura do mercado de capitais brasileiro aos investidores estrangeiros por meio da Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional, permitindo o investimento de portfólio pela compra de ações e debêntures no mercado brasileiro.

A Resolução aprovou os regulamentos contidos nos Anexos I, II e III, disciplinando a constituição, funcionamento e administração de Sociedade de Investimento de Capital Estrangeiro (SICE)[579], o Fundo de Investimento de Capital Estrangeiro (FICE) e

[575] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 102

[576] PAULANI, Leda. **Brasil Delivery**: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008, p. 96.

[577] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 84.

[578] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 265.

[579] A abertura da bolsa de valores interna para investidores estrangeiros por meio da SICE já havia sido autorizada pelo Decreto-Lei nª 1.401 de 1975, no entanto, teve um impacto ínfimo sobre a entrada de recursos externos, tendo em vista que os empréstimos sindicalizados ainda eram a principal fonte de financiamento dos países periféricos. O desenvolvimento dessa etapa também foi prejudicado pela crise da dívida externa dos

a Carteira de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM).[580] As FICE, até o ano de 1991, por serem mais atrativas em razão das poucas exigências quanto à administração e constituição e período ilimitado de permanência no país, constituíram-se como o principal canal de ingressos no país, apesar do volume de recursos ser ainda irrisório se comparado aos movimentos posteriores.

No entanto, a partir de 1991, no governo Collor, com a inclusão do Anexo IV pela Resolução nº 1.832 ao normativo da Resolução 1.289, foi permitida a constituição e administração das CTVM por investidores institucionais, como fundos de pensão, carteiras de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior.

A principal diferença com relação à sistemática anterior foi que os investidores não-residentes passaram a ter permissão para adquirir diretamente, sem a exigência de criação de fundo exclusivo, qualquer tipo de título de renda variável[581] negociado no mercado acionário brasileiro.[582] Essa medida pode ser considerada como uma revolução no marco institucional dos fluxos financeiros, pois reduziu as barreiras existentes para a entrada de investidores estrangeiros no mercado acionário doméstico, viabilizando a reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional.[583] Além disso, a medida significou a flexibilização dos canais de investimento de portfólio estrangeiro, pois eliminou barreiras e burocracias para o investimento, como a inexigibilidade de capital inicial para constituição do fundo, duração indeterminada e isenção de tributação sobre ganhos de capital.[584]

Já com relação à captação de recursos externos, o marco regulatório do início da década de 1990 também representou grande ampliação no sentido de movimentar e

anos 1980 e consequente retração dos investimentos externos. PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**, op. cit., p. 112.

[580] A SICE (Anexo I) e a FICE (Anexo II) eram instituições constituídas no Brasil, enquanto as CTVMs (Anexo III) eram carteiras mantidas no país por fundos criados exclusivamente para esse fim e com cotas negociadas no exterior.

[581] As alternativas de investimento dessas Carteiras foram diminuídas a partir de 1993 para desestimular as aplicações de curtíssimo prazo incentivadas pela alta rentabilidade de aplicações de renda fixa ante o caráter altista dos juros no Brasil à época. Foi vedado, portanto, o direcionamento dos recursos do Anexo IV para o mercado de renda fixa. No entanto, foi criado posteriormente o Fundo de Renda Fixa de Capital Estrangeiro (FRFCE) destinado ao investimento em títulos do Tesouro ou do Banco Central e em títulos de renda fixa. PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 115.

[582] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 260.

[583] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**, op. cit., p. 104.

[584] Ibid., p. 115.

diversificar esses fluxos. Foram ampliados os instrumentos financeiros à disposição das instituições financeiras e empresas para captação de recursos no mercado internacional, assim como realizadas modificações quanto ao grau de atratividade dos empréstimos (prazos, tributos etc.).[585]

Os principais novos instrumentos viabilizaram a captação de recursos pelas instituições financeiras por meio da emissão de *Commercial Paper* (Resolução nº 1.734/1990) nos termos da Resolução nº 63/1967; pelos bancos brasileiros de capital nacional, mediante a emissão de Certificados de Depósito (CDs), visando à capitalização de suas agências, filiais e/ou subsidiárias bancárias situadas no exterior (Resolução nº 1.809/1991); de recursos vinculados a exportações de empresas, as *Export Securities* (Resolução nº 1.834/1991); por emissão de títulos de debêntures convertidos em ações (Resolução nº 1.848/1992 – Anexo V da Resolução nº 1.289/1987) – os *American Depositary Receipts* (ADRs) e os *International Depositary Recepts* (IDRs).[586]

Segundo Daniela Prates, este último, diferente da compra direta de ações, teria "efeito negativo sobre as bolsas de valores locais ao permitir a negociação destes títulos no exterior, deslocando uma oferta potencial de recursos externos para o mercado acionário americano", oferecendo, no entanto, vantagens para o investidor estrangeiro.[587]

Na curta gestão de Itamar Franco, houve a abertura definitiva do mercado de títulos públicos e privados de renda fixa doméstico para o capital estrangeiro com a autorização para constituição de Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (Resolução nº 2.028/1993 e Circular nº 2.388/1993 – Anexo VI da Resolução nº 1.289).

A abertura foi complementada por duas atuações importantes em termos de política econômica: a manutenção de altos juros reais para a atração dos capitais estrangeiros proporcionada pela nova estrutura normativa e a securitização da dívida externa no âmbito do Plano Brady. Uma das exigências da negociação da dívida externa com os organismos

[585] A Lei 4.131/62, em que pese sempre ter regulamentado, além do endividamento indireto, o endividamento externo direto, havia sido pouco utilizada nessa modalidade, pois os instrumentos disponibilizados (euronotas e eurobônus) eram caros em razão da escassez de demanda. Ibid., p. 105.

[586] De acordo com Carneiro, existem dois aspectos importantes a serem observados da estrutura dos ADRs. Em seu aspecto cambial, a emissão de ADRs aumenta o aporte de capitais externos, mas, simultaneamente, o seu resgate significa a saída de divisas e pode acontecer a qualquer momento por desistência dos investidores ou por arbitragem. Em seu aspecto de financiamento, a emissão de DRs em níveis I e II não implicam a captação de recursos novos para as empresas, pois feitas a partir de ações em circulação no mercado secundário. CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 269.

[587] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 109-110.

internacionais e bancos estrangeiros foi a conversão dos empréstimos bancários em títulos negociáveis no mercado internacional. Assim, o financiamento externo foi substituído pela capitalização do Estado por meio da emissão de títulos da dívida.[588]

Em decorrência da negociação da dívida externa nos termos do Plano Brady, logo no fim do governo de Itamar, em setembro de 1994, o Banco Central regulamenta a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento no Exterior (FIE) constituídos no Brasil, o primeiro canal de investimento no mercado financeiro internacional por parte de residentes, limitando-se à realização de investimentos em títulos representativos de dívida brasileira negociáveis no mercado internacional. O "lado obscuro" desse processo, segundo Ricardo Carneiro, foi a utilização desordenada das Contas CC-5.[589]

As contas CC-5, regulamentadas pela Carta Circular nº 5 de 1969, que no Plano Contábil das instituições financeiras eram registradas como "Depósitos de Domiciliados no Exterior", originalmente eram contas bancárias de depósito de não-residentes que serviam para receber moeda estrangeira e que posteriormente poderiam ser repatriadas, "como conta de não residentes, a CC-5 poderia receber depósitos que não se originassem de recursos internalizados previamente. Todavia, na expatriação, os valores da internalização tinham de ser respeitados, havendo, portanto, equilíbrio cambial"[590]. A regulamentação da CC-5 estabelecia que a movimentação de "saldos em moeda nacional não resultantes de moeda estrangeira antes vendidas pelos não-residentes" dependia de autorização do Banco Central.[591]

---

[588] Sobre o Plano Brady, em artigo escrito à época, Batista Jr. e Souza Rangel contestam a eficiência da negociação: "[p]ara os bancos, o acordo trouxe diversas vantagens. A mais importante foi a de permitir o levantamento da moratória brasileira em troca de um desconto reduzido. Além disso, parte da dívida nova resultante da implementação do acordo passou a contar com garantia para o principal e para parte dos juros. O acordo resultou, também, na 'securitização' dos créditos contra o Brasil, isto é, na sua transformação em títulos ou bônus, mais facilmente negociáveis nos mercados secundários. Isso permitirá acelerar o processo de redução do grau de envolvimento dos grandes bancos comerciais com o Brasil. Em contrapartida, levará, provavelmente, a uma dispersão dos papéis brasileiros para as mãos de investidores não bancários de diferentes tipos, o que poderá gerar problemas de coordenação em futuros processos de reestruturação da dívida. O impasse recente com a família Dart constitui um prenúncio do tipo de dificuldade que poderá surgir na eventualidade de voltarem a ocorrer problemas de pagamento no futuro". BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira; RANGEL, Armênio de Souza. O Brasil no Plano Brady: avaliação de alguns aspectos do acordo de 1994. **Revista Indicadores Econômicos IEE**, v. 22, n. 4, 1995, p. 46. Também Monica Baer faz uma análise sobre a negociação no período: BAER, Monica. O financiamento externo da economia brasileira diante das mudanças no contexto internacional: uma avaliação do período recente. **Cadernos do IPRI**. Edição Especial. Fundação Alexandre de Gusmão. IPRI Financiadora de Estudos e Projetos. São Paulo, junho de 1993.

[589] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 270.

[590] Ibid., p. 270.

[591] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 119. Carta-Circular nº 5 do Banco Central: "Esclarecemos que continua vedada

Uma alteração na dinâmica dessas contas já havia sido feita em 1992, por meio da Carta-Circular nº 2.259, em que o Banco Central permitiu a compra, pelas instituições financeiras, de moeda estrangeira ilimitada no mercado flutuante de câmbio, inicialmente criada para que as instituições estrangerias pudessem atuar nesse mercado com seu banco correspondente no país.[592] No Plano Contábil, foi criada uma subconta referente às instituições financeiras, denominada "Contas Livres de Instituições Financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes". A movimentação dessa conta ficou desvinculada das regras contidas na Carta-Circular nº 5, tornando-a livre e sem as restrições impostas pelo Banco Central quanto à utilização do saldo em moeda nacional. Ante a ineficiência da fiscalização das autoridades monetárias, os bancos passaram a receber recursos em moeda nacional e remetê-los ao exterior sem possuírem um vínculo de correspondência com as instituições externas. Posteriormente, a Circular nº 2.677 de 1996, já no governo de Fernando Henrique Cardoso, flexibilizou ainda mais a remessa e entrada de recursos ao dispensar documentações referentes à repatriação de recursos e disponibilidade no exterior.[593]

Assim, com o novo regime, ocorreu uma "ampliação sem precedentes da liberdade do movimento de capitais"[594] sendo "as restrições ao investimento de residentes no exterior (...) praticamente eliminadas"[595].

Foi na gestão de Armínio Fraga na condução do Banco Central que o processo de liberalização dos movimentos de capitais foi finalizado. As principais mudanças foram a eliminação das restrições quanto ao tipo de instrumento utilizado para os investimentos no mercado de câmbio comercial, à composição de carteira e à natureza do investidor – o mercado financeiro brasileiro abriu-se completamente à entrada dos investidores estrangeiros e as vantagens da conta CC5 se dissiparam. Por meio da Resolução nº 2.689/2000 os investidores não residentes passaram a ter acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes.[596]

---

a realização de compensações privadas de crédito ou valores de qualquer natureza, bem como a utilização, no País, de recursos pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior em pagamentos por conta de terceiros, quer se refiram a aplicações ou a liquidação de despesas, salvo mediante expressa autorização do Banco Central".

[592] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 270.

[593] Ibid., p. 271.

[594] PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 119.

[595] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**, op. cit., p. 271.

[596] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. ***Revista Economia e Sociedade***, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 85.

Também foi desburocratizado o lançamento de títulos no exterior – os prazos de fechamento das operações foram reduzidos e passaram a não mais necessitar de autorização do Banco Central, além de terem sido revogadas 237 normas sobre a emissão de títulos de renda fixa no exterior (Resolução nº 2.770/2000 do Conselho Monetário Nacional) e eliminada a obrigatoriedade de autorização para captação de recursos e sobre direcionamento compulsório de recursos externos pelos bancos.[597]

Quando se tem em conta as mudanças referentes à captação de recursos externos por residentes, Carneiro identifica duas modificações importantes. A primeira mudança se refere à maneira como vieram a ser captados os recursos por bancos e grandes empresas, que, antes restritos aos repasses por meio da Resolução 63 e pela captação de empréstimos pela Lei nº 4.131, passaram a financiar-se por meio da emissão de títulos nos mercados internacionais. A segunda importante mudança observada foi com relação à forma como esses recursos foram obtidos pelas empresas, ou seja, à diversificação de instrumentos à disposição, os tipos de moedas, os prazos, entre outros.

Assim, em termos gerais de abertura financeira, as mudanças se concentraram em dois eixos centrais.[598] O primeiro se refere à flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro, que correspondeu a uma liberalização relevante com relação aos investimentos de portfólio.[599] Não houve uma liberalização total, como observada em outros países periféricos, pois o endividamento interno por não-residentes, ou seja, o acesso ao sistema de crédito doméstico foi caracterizado, até então, por uma legislação restritiva.[600] A liberalização atingiu os variados segmentos do mercado, como o monetário, o de renda fixa e o acionário e foram criadas diversas modalidades de investimento de portfólio quanto ao tipo de instrumento utilizado, à composição de carteira e ao segmento do mercado de câmbio sobre o qual eram efetivadas. O segundo é relacionado ao enquadramento do marco regulatório nacional ao modelo predominante de financiamento internacional baseado na emissão de *securities*, títulos de renda fixa e ações, e plena liberdade dos fluxos de capitais no mercado doméstico e internacional.

---

[597] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. ***Revista Economia e Sociedade***, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 84-87.
[598] Ibid., p. 85.
[599] Uma característica importante do investimento de portfólio é o seu caráter de curto prazo, tendo em vista a ausência de controle de período de permanência no país. O governo tentou utilizar o poder tributário para evitar a predominância desse tipo de fluxo, que variou ao longo da década de 1990 em razão das oscilações da situação cambial. CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 273.
[600] Ibid., p. 274.

A liberalização, ou desregulamentação bancária, por sua vez, não foi tão expressiva quanto o movimento de abertura financeira, justamente em razão da ausência de uma "repressão" propriamente dita na estrutura bancária brasileira.[601] Cabe destacar, no entanto, algumas importantes medidas relacionadas ao tema.

Os encargos sobre as operações realizadas pelas instituições que integram o sistema financeiro nacional, durante a década de 1960, sofriam, em tese, as limitações da "Lei da Usura" quanto à cobrança de juros, sendo que em 1977 foi publicada a Súmula 596[602] do Supremo Tribunal Federal vedando a aplicação do Decreto para os contratos financeiros celebrados com tais instituições.

A Constituição Federal de 1988, numa tentativa de direcionar o sistema financeiro para os fins do interesse nacional, dispôs o seguinte:

> Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre:
> I - a autorização para o funcionamento das instituições financeiras, assegurado às instituições bancárias oficiais e privadas acesso a todos os instrumentos do mercado financeiro bancário, sendo vedada a essas instituições a participação em atividades não previstas na autorização de que trata este inciso;
> II - autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador e do órgão oficial ressegurador;
> III - as condições para a participação do capital estrangeiro nas instituições a que se referem os incisos anteriores, tendo em vista, especialmente:
> a) os interesses nacionais;
> b) os acordos internacionais;
> IV - a organização, o funcionamento e as atribuições do banco central e demais instituições financeiras públicas e privadas;

---

[601] "Em relação à liberalização e desregulamentação financeira interna, apesar da inexistência de 'repressão financeira' – como controle das taxas de juros e direcionamento seletivo do crédito – que foram praticamente eliminados ao longo da década de 80 – o mercado financeiro doméstico continua apresentando fragilidades institucionais que não foram superadas previamente à abertura financeira. Contudo, o sistema financeiro brasileiro apresenta um grau de aprofundamento elevado relativamente aos demais países em mesmo estágio de desenvolvimento. As principais deficiências referem-se à necessidade de aperfeiçoamento da base institucional do mercado de capitais (...) e dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias". PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 102.

[602] SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Súmula 596. "As disposições do Decreto 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional". A edição da Súmula foi precedida pelo julgamento do Recurso Extraordinário nº 78.953/SP, em 1975: "EMENTA. (...). II – A Caixa Econômica faz parte do Sistema Financeiro Nacional – art. 1º, inciso V, da Lei 4.595/64, e, em consequência, está sujeita às limitações e à disciplina do Banco Central, inclusive quanto às taxas de juros e mais encargos autorizados. III – O art. 1º do Decreto 22.626/33 está revogado 'não pelo desuso ou pela inflação, mas pela Lei 4.595/64, pelo menos ao pertinente às operações com as instituições de crédito, públicas ou privadas, que funcionam sob o estrito controle do Conselho Monetário Nacional. (...)". SUPERIOR TRIBUNAL FEDERAL. Recurso Extraordinário: RE 78953. Relator: Oswaldo Trigueiro. Relator para Acórdão: Cordeiro Guerra Data de julgamento: 5 de março de 1975. No ano posterior, em 1976, o Banco Central editou a Resolução nº 389 permitindo que as operações ativas dos bancos comerciais pudessem ser realizadas a taxas de mercado.

> V - os requisitos para a designação de membros da diretoria do banco central e demais instituições financeiras, bem como seus impedimentos após o exercício do cargo;
> VI - a criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União;
> VII - os critérios restritivos da transferência de poupança de regiões com renda inferior à média nacional para outras de maior desenvolvimento;
> VIII - o funcionamento das cooperativas de crédito e os requisitos para que possam ter condições de operacionalidade e estruturação próprias das instituições financeiras.
> § 1º A autorização a que se referem os incisos I e II será inegociável e intransferível, permitida a transmissão do controle da pessoa jurídica titular, e concedida sem ônus, na forma da lei do sistema financeiro nacional, a pessoa jurídica cujos diretores tenham capacidade técnica e reputação ilibada, e que comprove capacidade econômica compatível com o empreendimento.
> § 2º Os recursos financeiros relativos a programas e projetos de caráter regional, de responsabilidade da União, serão depositados em suas instituições regionais de crédito e por elas aplicados.
> § 3º As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.

No essencial, a Constituição, além de estabelecer que o sistema financeiro deveria estruturar-se com o fim de promover o desenvolvimento equilibrado e a servir os interesses da coletividade, definiu que o sistema financeiro nacional seria regulado por lei complementar, que disporia, inclusive mas não só, sobre as condições para a participação do capital estrangeiro tendo em vista os interesses nacionais e os acordos internacionais (inciso III). Além disso, o §3º do artigo estabeleceu que as taxas de juros reais referidas à concessão de crédito não poderiam ser superiores a 12% ao ano, sendo a cobrança acima do limite enquadrada como crime de usura.

Tão logo a Constituição Federal foi aprovada, o sistema financeiro entrou em polvorosa. No dia 6 de outubro de 1988, um dia após a promulgação da Constituição, foi emitido parecer da Procuradoria Geral da República, homologado imediatamente pelo Presidente José Sarney, concluindo pela inaplicabilidade do parágrafo terceiro do artigo 192, pois sua eficácia estaria condicionada à superveniente lei, seja para tipificar o crime de usura, seja para regulamentar o próprio sistema financeiro nacional conforme estipulava o *caput*. A aplicação imediata, de acordo com o parecer, seria temerária pelo provável tumulto que poderia decorrer das variadas interpretações que adviriam do conceito indeterminado de "juro real" e da eventual suspensão ou restrição de crédito por parte das instituições financeiras, podendo gerar danos irreparáveis à indústria, comércio e ao consumidor.

Além disso, nesse mesmo dia o Banco Central publicou a Circular nº 1.365 estabelecendo que as instituições financeiras observassem o disposto no parecer aprovado e assim postergassem no tempo a aplicação da Constituição, mantendo a observância das normas anteriores à promulgação da Lei Magna.[603]

O Partido Democrático Trabalhista (PDT) protocolou, em outubro de 1988, ação direta de inconstitucionalidade contra o ato presidencial e norma do Banco Central, requerendo a aplicabilidade imediata do parágrafo.

O parágrafo terceiro não apenas foi desprovido de eficácia imediata em decorrência da homologação presidencial do parecer, como nunca foi aplicado. Os argumentos expostos pela parte contrária da ação direta tiveram dois eixos principais: a incidência do artigo na realidade concreta estava condicionada à edição de lei complementar posterior, conforme estabelecia o *caput*[604]; e a ausência de definição da expressão "juros reais"[605] e "crime de usura" tornava imprescindível o preenchimento do vácuo conceitual também por lei regulamentadora[606]. Tais argumentos foram amparados pelos pareceres de onze renomados juristas: Hely Lopes Meirelles, Caio Tácito, José Frederico Marques, Manoel Gonçalves Ferreira Filho, Celso Bastos, Ives Gandra da Silva Martins, José Alfredo

[603] "Enquanto não for editada a Lei Complementar reguladora do Sistema Financeiro Nacional, prevista no artigo 192 da Constituição da República Federativa do Brasil, as operações ativas, passivas e acessórias das instituições financeiras e demais entidades sujeitas à autorização de funcionamento e fiscalização por parte do Banco Central do Brasil permanecerão sujeitas ao regime das Leis nºs 4.595, de 31.12.64, 4.728, de 14.07.65, 6.385, de 07.12.76 e demais disposições legais e regulamentares vigentes aplicáveis ao Sistema Financeiro Nacional". Dispositivo final da Resolução nº 1.365 de 6 de outubro de 1988 do Banco Central do Brasil.

[604] Em fundamentado voto vencido na ação direta de inconstitucionalidade nº 4, Paulo Brossard, ministro do Superior Tribunal Federal: "Ora, todos os horrores aplicados à tese da auto-aplicabilidade ao § 3º do art. 192, aplicar-se-iam à lei complementar a ser feita, a menos que se pretenda que ela seja infiel à norma constitucional, ou que ela não seja feita, fique para as calendas gregas e desse modo se prolongue indefinidamente a situação atual, que deriva da Resolução 389, de 1.976, do Banco Central. É o caso de perguntar-se, a Constituição prevalece sobre a resolução, ou a resolução há de prevalecer sobre a Constituição?". SUPERIOR TRIBUNAL FEDERAL. Voto do Ministro Paulo Brossard. Ação direta de inconstitucionalidade: ADIn 1988/04. Relator: Sydney Sanches. Data de julgamento: 7 de março de 1991.

[605] Ainda de acordo com o ministro Brossard: "Como se vê, não há necessidade de ser prêmio Nobel para saber o que seja juro real e para que se aplique a norma constitucional, que é taxativa e imperativa. Mas mesmo quando a exegese tivesse de ser laboriosa, nem por isso o juiz estaria exonerado de fazê-la. Por maior que seja a obscuridade, (embora entenda eu que na espécie exista claridade matinal no § 3º do art. 192), o juiz não pode eximir-se de sentenciar. É princípio legal expresso. Sob pena de proceder-se a mumificação da Lei Suprema. Boa ou má ela deve ser aplicada cora lealdade, até ser modificada, se for o caso, à luz da experiência. (...). O § 3º do art. 192 não é um ornamento fútil, que possa ser considerado hoje e desconsiderado amanhã. Não é um artifício que obedeça às leis da moda pelas quais as saias hoje são curtas e amanhã são compridas para, mais tarde, voltarem a ser curtas. (...). Por que? O Dr. BEVILAQUA seria hostil ao lucro das instituições financeiras? Longe disso. É que ele sabia que a cupidez humana não tem limites, que quem tem capital tem poder e que aquele que necessita de capital dificilmente tem condições de negociar com o banqueiro". SUPERIOR TRIBUNAL FEDERAL. Voto do Ministro Paulo Brossard. Ação direta de inconstitucionalidade: ADIn 1988/04. Relator: Sydney Sanches. Data de julgamento: 7 de março de 1991.

[606] Sobre a discussão jurídica da questão, ver os pareceres do caso.

de Oliveira Baracho, Rosah Russomano, Cid Heráclito de Queiroz, Arnoldo Wald e Geraldo Vidigal.

Acolhendo os argumentos que pugnavam pela constitucionalidade dos atos normativos da presidência, da Procuradoria Geral da República e do Banco Central, a ação foi julgada improcedente em 1991, fazendo prevalecer o argumento das autoridades de que a aplicação do parágrafo estava condicionada à lei complementar e regulamentação posterior.[607]

Passados 15 anos da promulgação da Constituição Federal e a total omissão legislativa quanto à edição da lei complementar exigida, o tema foi enterrado definitivamente pela Emenda Constitucional nº 40 de 2003, que excluiu, além do polêmico parágrafo terceiro, todos os incisos, alíneas e demais parágrafos do artigo, restando apenas o *caput*, no que prevaleceu a plena liberdade contratual e os interesses do sistema financeiro: valeria aquilo acordado entre as partes quanto à incidência dos juros cobrados.

Segundo José Carlos de Souza Braga e Daniela Prates, a regulamentação do artigo não havia sido elaborada sob a justificativa oficial do alto índice inflacionário, o que inviabilizava a concessão de crédito a longo prazo e, por conseguinte, a reforma poderia ser adiada até que o problema fosse resolvido.[608]

As instituições financeiras, assim, blindavam-se contra a penalidade do crime de usura aplicada aos meros mortais. Os preceitos liberais propagados pelos teóricos que militavam contra os limites financeiros impostos pela atuação estatal venciam o interesse popular expressado no texto Constituição Federal brasileira.

---

[607] "EMENTA – Ação direta de inconstitucionalidade. Taxa de juros reais até doze por cento ao ano (parágrafo 3º do art. 192 da Constituição Federal). (...). 6. Tendo a Constituição Federal, no único artigo em que trata do Sistema Financeiro Nacional (art. 192), estabelecido que este será regulado por lei complementar, com observância do que determinou no 'caput', nos seus incisos e parágrafos, não é de se admitir a eficácia imediata e isolada do disposto em seu parágrafo 3º, sobre taxa de juros reais (12% ao ano), até porque estes não foram conceituados. Só o tratamento global do Sistema Financeiro Nacional, na futura lei complementar, com a observância de todas as normas do 'caput', dos incisos e parágrafos do art. 192, é que permitirá a incidência da referida norma sobre juros reais e desde que estes também sejam conceituados em tal diploma. 7. Em consequência, não são inconstitucionais os atos normativos em questão (parecer da Consultoria Geral da República, aprovado pela Presidência da República e circular do Banco Central), o primeiro considerando não auto-aplicável a norma do parágrafo 3º sobre juros reais de 12% ao ano, e a segunda determinando a observância da legislação anterior à Constituição de 1988, até o advento da lei complementar reguladora do Sistema Financeiro Nacional. 8. Ação declaratória de inconstitucionalidade julgada improcedente, por maioria de votos". SUPERIOR TRIBUNAL FEDERAL. Voto do Ministro Paulo Brossard. Ação direta de inconstitucionalidade: ADIn 1988/04. Relator: Sydney Sanches. Data de julgamento: 7 de março de 1991.

[608] BRAGA, José Carlos de Souza; PRATES, Daniela Magalhães. Os bancos da "Era FHC". **Revista Indicadores Econômicos IEE**. v. 26, n.4, 1999.

Ainda em setembro de 1988, por meio da Resolução nº 1.524 e seguindo a mesma direção do pacote de benefícios entoado pelos teóricos do neoliberalismo e dirigidos aos grandes atores do setor financeiro, o Banco Central autorizou a consolidação dos bancos múltiplos, facultando aos "bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimento a organização opcional em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria"[609]. A atuação dos bancos foi regulamentada em 1994 por meio da Resolução nº 2.099, que revogou a anterior e dispôs que o banco universal deveria constituir-se com, no mínimo, duas carteiras (comercial; investimento e desenvolvimento; crédito imobiliário; crédito, financiamento e investimento; arrendamento mercantil), sendo uma delas obrigatoriamente comercial ou de investimento.

No mesmo instrumento regulatório, por conseguinte, houve a extinção das antigas vinculações obrigatórias entre as fontes de captação e aplicação, restando apenas as captações pela caderneta de poupança vinculadas ao crédito imobiliário, recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista parcialmente vinculados ao crédito rural e empréstimos de bancos estrangeiros destinados a repasses a empresas no país.[610]

O conjunto de medidas que tinha como fim liberar o Brasil das amarras da "repressão financeira" também intencionava estimular a entrada de instituições estrangeiras com o fim de trazer competitividade ao setor nacional. A ausência indefinida no tempo de regulamentação do artigo 192, que em seu inciso III estipulava que as condições para a participação do capital estrangeiro no setor financeiro, respeitados os interesses nacionais e acordos internacionais, deveriam ser regulamentadas por lei complementar, também fez do dispositivo inaplicável.

Dada a ausência de lei complementar e a necessidade premente de o governo possibilitar ainda mais a atividade das instituições internacionais no setor, Fernando Henrique Cardoso, em complemento ao estabelecido no artigo 18 da Lei nº 4.595/1964[611],

[609] Inciso I, Resolução nº 1.524/88.
[610] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 260.
[611] "Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. § 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas

estreou o parágrafo único do artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), que assim dispunha:

> Art. 52. Até que sejam fixadas as condições a que se refere o art. 192, III, são vedados:
> I - a instalação, no País, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior;
> II - o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior.
> Parágrafo único. A vedação a que se refere este artigo não se aplica às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade, ou de interesse do Governo brasileiro.

A reciprocidade a que se refere o parágrafo único já havia sido estabelecida em 1962, no artigo 2º da Lei nº 4.131, que dispensava ao capital estrangeiro idêntico tratamento jurídico ao capital nacional, em plena igualdade de condições e sendo vedadas quaisquer discriminações não previstas na lei.

A concretização da medida foi impulsionada pela Exposição de Motivos nº 311 de 1995. Partindo da antiga premissa de que o aporte de capitais externos era "necessário ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional", o Ministro da Fazenda Pedro Malan reconhece como de interesse do governo brasileiro[612] a "participação ou o aumento do percentual de participação de pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, no capital das instituições financeiras nacionais".

A justificativa era a de que o novo cenário de estabilidade econômica, que derrocou na perda dos ganhos inflacionários por parte dos bancos nacionais, havia transparecido a insuficiência de capitais desse setor, impedindo o processo de atualização tecnológica e de crescimento e que esse incremento operacional deveria ser reforçado pela participação do setor externo. Os abalos sofridos pelos bancos, impulsionados também pelo alto grau de inadimplência à época, indicavam a fragilidade financeira do setor.

---

ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras. § 2º O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei. § 3º Dependerão de prévia autorização do Banco Central da República do Brasil as campanhas destinadas à coleta de recursos do público, praticadas por pessoas físicas ou jurídicas abrangidas neste artigo, salvo para subscrição pública de ações, nos termos da lei das sociedades por ações".

[612] Carlos Eduardo Carvalho e Carlos Augusto Vidotto, em interessante análise, fazem a relação entre os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros durante o período da abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990. CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 17, n. 3, p. 395-425, dez. 2007.

Esse reforço, de acordo com o Ministro, era ainda mais evidente quando observada a então experiência de inserção do capital estrangeiro no Brasil, que sempre contribuiu para "preencher uma importante lacuna na economia brasileira". Os resultados seriam ainda mais positivos: o aumento da proporção de instituições estrangeiras incentivaria a competitividade, o que levaria ao incremento tecnológico e diminuição de preço dos serviços.[613]

A partir daí, houve um intenso processo de desnacionalização e privatização da estrutura bancária nacional, com o incremento da participação acionária no capital dos bancos, aquisição de bancos estaduais, compra de instituições não bancárias, ampliação da rede de bancos estrangeiros, num movimento considerado por Reinaldo Gonçalves como o "mais rápido, amplo e profundo"[614] da reestruturação proposta por Fernando Henrique Cardoso.[615]

A participação estrangeira nos ativos totais do sistema financeiro, de 7,2% em 1994, foi para 33,1% em 2000.[616] O número de bancos estrangeiros, numa proporção de 50 maiores bancos aumentou de 9, em 1994, para 20 em 1998.[617]

De acordo com Carvalho e Vidotto, existem fortes indícios de que o Banco Central e o Ministério da Fazenda militavam em favor do ingresso dos bancos estrangeiros para viabilizar a privatização dos bancos estaduais, em que pese não terem sido voz uníssona entre os integrantes da equipe governo, pois alguns setores ainda defendiam a atuação restrita dos bancos estrangeiros a fim de preservar os interesses dos nacionais.[618]

A Exposição de Motivos nº 311 foi enviada ao Executivo logo após à intervenção no Banco Econômico, que dois meses depois foi seguida do pedido de ajuda do Banco Nacional. Nesse tempo, o Banco Central suspendeu a exigência de capital mínimo para os bancos estrangeiros se estabelecerem no Brasil por meio da Resolução nº 2.212/1995.

---

[613] BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos N° 311 de 23 de agosto de 1995.
[614] GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização.** São Paulo: Paz e Terra, 1999, p. 162.
[615] Uma ampla análise sobre as mudanças estruturais no sistema financeiro brasileiro durante o período pode ser encontrada em VIDOTTO, Carlos Augusto. **O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2002.
[616] CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 17, n. 3, p. 395-425, dez. 2007, p. 398.
[617] GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização**, op. cit., p. 162.
[618] CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990, op. cit., p. 402.

Em 1997 houve a compra do Banco Geral do Comércio (BCG) pelo Santander (espanhol); do Banco Multiplic e Financeira Losango pelo Lloyds (inglês); e do Bamerindus pelo HSBC.

Em virtude do efeito contrário esperado, pois os bancos estrangeiros aparentemente estavam se interessando apenas pelo controle de bancos privados, o Banco Central passou a tentar novamente induzir a aquisição dos bancos estaduais pelo setor externo[619] para tentar desviar o setor financeiro internacional da compra dos bancos privados quebrados. No entanto, em 1998 a Caixa Geral de Depósitos (portuguesa) adquire o controle do Banco Bandeirantes; o Banco Bilbao-Viscaya (Espanha) assume o controle do Excel Econômico; o Grupo Espírito Santo (português) assume controle do Banco Boa Vista; o Sudameris adquire o América do Sul; e é transferido o controle do conglomerado Real para o ABN-Amaro.

À contragosto da estratégia principal do governo, os bancos estaduais foram comprados em sua maioria pelo capital privado nacional. A exceção foi a vitória do Santander no leilão do Banespa[620] ao final de 2000.[621]

No ano de 2001, no entanto, em que pese os elevados esforços do governo para internacionalizar o sistema financeiro, houve uma reversão parcial do movimento de abertura, com a renacionalização do sistema bancário. Como principais exemplos, o

[619] "Os bancos estrangeiros são os 'candidatos naturais' à compra dos bancos estaduais, principalmente depois da crise cambial brasileira que eclodiu em 1999 e envolveu, entre outros aspectos, a maxidesvalorização do real". GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização.** São Paulo: Paz e Terra, 1999, p. 167-168.

[620] "Em todos os relatórios anuais da diretoria do Banespa, após a Segunda Guerra, explicitava-se a preocupação desenvolvimentista 'com providências que façam cessar a angústia de crédito em que se debatem as classes produtoras'. Além de acompanhar a implementação do chamado Plano Salte (...), o banco assumiu o financiamento da produção agrícola do estado de São Paulo, especialmente no Plano de Mecanização da Lavoura que objetivava o trato da terra com maquinário agrícola". COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Edusp, 2014, p. 162.

[621] "O banco espanhol Santander pagou ontem o maior valor em reais já pago em uma privatização no Brasil, adquirindo o controle acionário do Banespa – cerca de 60% do capital votante do banco – por R$ 7,050 bilhões. O ágio pago foi de 281,02% sobre o preço mínimo de R$ 1,85 bilhão fixado pelo BC (Banco Central) para a parcela leiloada. Convertido em dólares ao preço de R$ 1,92 por dólar, o preço do Banespa foi de US$ 3,671 bilhões, o segundo maior da história das privatizações brasileiras, perdendo para os US$ 4,967 bilhões (R$ 5,783 bilhões, em reais da época) pagos pela Telefonica de España pela Telesp fixa, em julho de 1998. O presidente do BC, Armínio Fraga, disse que o dinheiro arrecadado com a venda do banco paulista será integralmente utilizado para abater a dívida pública brasileira. Ele afirmou também que o governo seguirá com as privatizações de bancos estaduais e que, nos próximos meses, o cronograma será divulgado". SANTOS, Chico; CLEMENTE, Isabel; SOUZA, Leonardo. Santander paga R$ 7,05bi por banco; ágio vai a 281%. **Folha de S. Paulo**. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2111200002.htm. Acesso em: 7 out. 2018.

Unibanco assume o controle do Bandeirantes, o Itaú adquire o controle do Sudameris e há a aquisição do Bilbao-Viscaya pelo Bradesco.[622]

Assim é que, ainda que não tenham sido as instituições financeiras estrangeiras as principais compradoras dos bancos estaduais[623], a expansão desse setor "está correlacionada ao declínio da participação dos bancos públicos, enquanto os privados mantiveram sua posição"[624], tentando compensar o desmonte dos bancos estaduais e, por isso, alinhando-se à estratégia do governo federal de diminuir a participação do Estado no setor financeiro.

Desse modo, ainda seguindo a linha do combate à "repressão financeira" e da concepção que entendia como excessiva a atuação do Estado no setor financeiro, paralelamente ao processo de desnacionalização dos bancos houve o desmonte do sistema bancário estatal.

Durante a década de 1990 os bancos estaduais de fato sofriam severos problemas financeiros. Era consenso que passavam por uma crise de liquidez sobretudo por causa da situação fiscal dos estados durante a crise da dívida externa[625], pois a ausência de possibilidade de endividamento estrangeiro, que levou ao corte de empréstimos e repasses da União aos Estados, levou os governos e empresas estaduais a concentrarem a demanda de crédito nos bancos estaduais. Além disso, os planos de estabilização monetária, que acabaram com os ganhos inflacionários, e a subsequente onda de inadimplemento, contribuíram para piorar as contas desses bancos. Outro problema era a utilização das instituições para fins eleitoreiros e a corrupção propalada pelos governos estaduais ao utilizar a máquina bancária para proveito próprio.[626]

---

[622] CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 17, n. 3, p. 395-425, dez. 2007, p. 411.

[623] "A compra dos bancos estaduais era vista como opção para os estrangeiros que buscavam uma rede já instalada. Entretanto, os maiores bancos nacionais privados, o Bradesco e o Itaú, reagiram e levaram os melhores, com exceção do Banespa. Além disso, nem todos os bancos estaduais que restaram para ser privatizados estavam situados em áreas consideradas estratégicas pelos grupos estrangeiros ou mesmo pelos nacionais". Ibid., p. 411.

[624] Ibid., p. 398.

[625] "A crise manifestou-se desde o início dos anos 80, quando o fim do contínuo fluxo de financiamento internacional provocou o fracasso da estratégia econômica baseada na contratação de recursos externos e a incapacidade de sustentar o volume de gasto do setor público. As tentativas de recuperação fiscal, com os recorrentes pacotes tributários lançados na década, não evitaram as perdas com a baixa taxa de crescimento da economia e com os altos custos financeiros da dívida pública, gerando a deterioração financeira do setor público e a desarticulação das relações financeiras intergovernamentais". LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **O colapso das finanças estaduais e a crise da federação**. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 115-116.

[626] Ibid., p. 131-132.

A situação dos bancos estaduais, contudo, foi também agravada pela política de altas taxas de juros comandada pelo governo federal para manter a estabilização monetária. Isso porque uma parcela relevante da dívida bancária dos estados era contratada por intermédio dos bancos estaduais e, mesmo diante da vedação à contratação de novos empréstimos pelo Plano de Ação Imediata, os juros altos alimentavam o componente financeiro do endividamento, fazendo com que a dívida se multiplicasse mesmo sem a contração de novos empréstimos.[627]

Ante a situação financeira dos bancos estaduais, coexistiam divergências quanto aos instrumentos a serem utilizados para remediar a conjuntura. O Banco Central defendia que os problemas dos bancos estaduais se centravam fundamentalmente na má gestão, e não em questões estruturais. Haveria também uma confusão funcional sobre o papel desses bancos – se seriam tipicamente comerciais, ou se teriam como único objeto o cumprimento de fins sociais – e a falta de independência das instituições, subordinadas politicamente aos governos estaduais.[628]

Por outro lado, a Associação Brasileira de Bancos Estaduais e Regionais (Asbace) não via a má gestão como um ponto essencial, pois poderia ser evitada caso houvesse uma fiscalização e punição eficiente por parte das autoridades; tais problemas eram de menor relevância quando considerados os problemas estruturais próprios do sistema financeiro nacional, que colocava no mesmo nível de igualdade concorrencial bancos pequenos e regionais, sem discriminação frente à atividade dos oligopólios financeiros.[629]

No entanto, independentemente do diagnóstico vencedor, para todo ele haviam propostas alternativas à privatização, como a implantação de novas regras de gestão com o objetivo de evitar políticas eleitoreiras, teto para expansão de empréstimo, metas de capitalização, fechamento de algumas subsidiárias, entre outras.[630] Segundo Fernando da Costa, a privatização ou transformação em agência de fomento, como sugerido pelo governo, eram medidas extremas e antes delas poderiam ter sido implementas reformas estruturais

[627] COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Edusp, 2014, p. 177.
[628] Ibid., p. 177, p. 169-174.
[629] Ibid., p. 169-174.
[630] Ibid., p. 174-175. "Esta instituição financeira multilateral [Banco Mundial], desde novembro de 1988, exigia como contrapartida do empréstimo de ajustamento do setor financeiro para o Brasil a 'reestruturação do sistema bancário estadual mediante a liquidação ou privatização dos bancos estaduais", p. 179. Além disso, complementa o autor: "Quando o sistema bancário brasileiro teve seu papel de intermediário financeiro restrito em favor do carregamento diário da dívida pública, ou seja, da atuação do mercado financeiro de curtíssimo prazo, deixou de haver um futuro promissor para o banco que não tivesse acesso ao centro desse mercado e a capacidade de competitividade por 'rendas e lucros financeiros' com títulos e valores mobiliários". Ibid., p. 169.

com o fim de salvar essa fração importante do sistema financeiro. Após a verificação dos resultados dessas reformas, aí sim seria possível entender se o diagnóstico era ou não reversível.[631]

No entanto, o "estado de emergência" da década de 1990 não permitia uma política de médio e longo prazo que envidasse esforços para salvar os bancos estaduais, mesmo porque o afastamento do Estado da atividade financeira era uma tendência exitosa observada na experiência de muitos países centrais – o Brasil não poderia ficar de fora sob pena de perder o bonde da história. O "estado de emergência" aliado às experiências positivas do mercado mundial, portanto, caíam como uma luva para justificar a atuação imediatista governamental.

Assim, foi publicada a Medida Provisória nº 1.514 de 1996 (o "programa de extermínio"[632], Proes), que estabeleceu "mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária", de preferência mediante a "privatização, extinção ou transformação em instituição financeira ou agência de fomento", praticamente não deixando alternativas para os governos estaduais que não a privatização.

O dinheiro obtido das privatizações da "ineficiente" máquina financeira estatal, em tese, seria reservado para um bem maior: a diminuição da dívida pública. Sendo que a política de manutenção de altas taxas de juros pelo próprio governo federal, como mencionado, foi um dos elementos que ocasionou a deterioração patrimonial dos bancos estaduais.

Assim, sob a égide do Proes e com o dispêndio de 73 bilhões de reais pelo governo federal por meio da emissão de títulos públicos do Tesouro Nacional, no ano de 2002 10 bancos estaduais haviam sido liquidados ou estavam em liquidação, 7 foram privatizados, 7 federalizados (forma de privatização conduzida pelo governo federal) e 16 foram transformados em agência de fomento. Desses todos, as maiores negociações ocorreram em 1997, com a venda do Banerj para o Itaú e o Credireal para o Banco Nacional

[631] COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Edusp, 2014, p. 176.
[632] A expressão foi cunhada por Fernando N. da Costa. Ibid., p. 177.

de Crédito (posteriormente adquirido pelo Bradesco), e no ano 2000, com a aquisição do Banespa pelo Santander e do Banestado pelo Itaú.[633,634]

Sobre as privatizações dos bancos estaduais, Fernando da Costa:

> Privatizar, em termos funcionais, deveria ter envolvido a avaliação da capacidade dos bancos privados (nacionais ou estrangeiros) de suprir o que os bancos estaduais faziam. A impressão era de que o sistema econômico não podia prescindir de certas funções historicamente sob responsabilidade de bancos dos estados, como: apoiar com crédito os segmentos menos capitalizados do setor empresarial, para o giro de seus negócios; dotar de recursos de investimento, a taxas relativamente mais baixas ("subsidiadas") e prazos longos, o setor mais capitalizado (inclusive empresas estatais) envolvido em grandes projetos; financiar obras de baixo retorno privado, mas de grande benefício social. Todas essas operações exerceram (e exercem), principalmente em épocas de altas rendas e lucros financeiros e diminutas rendas de operações de crédito, baixa (ou nenhuma) atração para o banqueiro privado. Portanto, o fato histórico foi a realização dessas funções, na economia brasileira, ter sido assegurada através da política de crédito de instituições financeiras oficiais.[635]

Foram essas, portanto, as principais atividades do governo no que concerne à abertura e liberalização financeiras, todas guiadas pela intenção de potencializar o sistema financeiro interno para dar vazão às necessidades do crescimento econômico, seja por meio do aprofundamento e liberdade ao mercado de capitais ou pela desnacionalização, privatização e ausência de limitação às atividades das instituições financeiras nacionais e estrangeiras.

III.5. Financeirização consolidada: o Plano Real, a abertura e desregulamentação financeira

O conjunto de medidas impulsionado pelo pensamento neoliberal dominante, implementado, ainda que timidamente, a partir do governo Sarney, intensificou-se na gestão de Fernando Henrique Cardoso.

De forma consciente e planejada, esse conjunto de medidas instituiu o resgate do paradigma pautado na intervenção mínima do Estado sobre a economia. Esse paradigma foi tomado pelo governo como uma tendência natural do movimento de globalização, cuja inserção das economias periféricas, da forma como o foi, seria inevitável. A inevitabilidade era ancorada, para além da inserção externa, no caos interno causado pelo alto nível de

[633] O Banespa, o Banerj, o Banestado e o Credireal figuravam entre os 20 maiores bancos do país.
[634] BRANDÃO, Rafael Vaz da Motta. **Ajuste neoliberal no Brasil**: desnacionalização e privatização do sistema bancário no governo Fernando Henrique Cardoso (1995/2002). Tese (Doutorado): História Social, Universidade Federal Fluminense, 2013, p. 270-289.
[635] COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Edusp, 2014, p. 168.

inflação, que impunha medidas de curto prazo para amenizar seus efeitos deletérios num estado de emergência permanente. A recuperação do país não se daria sem a aliança com o capital estrangeiro, comercial e financeiro; nem sem uma mudança estrutural significativa do Brasil.

Também seus benefícios, para os que defendiam tais ideias, eram evidentes, tendo em vista o sucesso da aplicação desse modelo nos países desenvolvidos, cujas vantagens haviam sido proporcionadas, sobretudo, pela integração ilimitada entre os países e liberação de suas economias das garras do Estado superpoderoso. O excesso da intervenção estatal sobre os mercados já havia se mostrado como um modelo arcaico, ineficiente e esgotado, que teve o ápice da sua falência na bancarrota de alguns países periféricos, decorrente da natural incapacidade de o Estado gerir o mercado e, principalmente, suas próprias contas. O endividamento, que levou ao longo período de estagnação econômica nessas economias, foi de exclusiva culpa da má administração de suas contas.[636]

O mercado, para demonstrar suas positivas potencialidades, precisava ser livre. Ao Estado, nas palavras de Coutinho e Belluzzo, incumbiria no máximo "suprir certas externalidades, assegurando principalmente a estabilidade de preços sob uma política fiscal austera e liberdade cambial"[637]. Dessa forma, o planejamento econômico estatal seria desnecessário, pois "a exposição das economias às forças benéficas da competição global seriam respostas suficientes"[638].

No entanto, como bem acentuam os autores, o desenvolvimento e a estabilização não estariam automaticamente garantidos pelo atual estágio da globalização. Pelo contrário, esse novo modelo de desenvolvimento, cujo principal elemento direcionador passou a ser a finança mundializada em seu caráter curto-prazista e especulativo, quando absorvido pelas economias periféricas, tenderia a gerar distorções, não só levando ao enfraquecimento do Estado Nacional, mas à piora do desempenho do desenvolvimento econômico.[639] Foi o que Milton Santos chamou de "fábula" da globalização:

> Este mundo globalizado, visto como fábula, erige como verdade um certo número de fantasias, cuja repetição, entretanto, acaba por se tornar uma base

[636] "Como é de esperar, a própria ideia de quem concede empréstimos irresponsavelmente deveria também ser considerado responsável é descartada de antemão pelas elites dirigentes. Reconhecê-lo exigiria que as abastadas classes proprietárias de todo o mundo fossem chamadas à ordem e instadas a cuidar antes de suas responsabilidades do que de seus direitos inalienáveis à propriedade privada e a uma taxa de lucros satisfatória". HARVEY, David. **O novo imperialismo**. 8. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2014, p. 113.
[637] COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 129-54, dez. 1996, p. 129.
[638] Ibid., p. 129.
[639] Ibid., p. 130.

> aparentemente sólida de sua interpretação. A máquina ideológica que sustenta as ações preponderantes da atualidade é feita de peças que se alimentam mutuamente e põem em movimento os elementos essenciais à continuidade do sistema. (...). Fala-se, igualmente, com insistência, na morte do Estado, mas o que estamos vendo é seu fortalecimento para atender aos reclamos da finança e de outros grandes interesses internacionais, em detrimento dos cuidados com as polpações cuja vida se torna mais difícil.[640]

A nova face da globalização não estava restrita à abertura comercial como eram caracterizadas as relações de dependência de outrora. A centralidade da interação internacional passou a se dar, mais do que nunca, no âmbito da expansão dos fluxos financeiros. Os investidores institucionais dos mercados financeiros das potências globais precisavam expandir seus horizontes de atuação, mas, para isso, seria imprescindível a estabilização monetária dos países periféricos para dar segurança aos aplicadores, além da abertura de seus mercados financeiros para propiciar o fluxo sem barreiras. Mudanças não apenas no marco regulatório, mas na própria forma de atuação do Estado ao conduzir a política econômica e nas instituições financeiras eram essenciais para essa conformação.[641]

As medidas tomadas pelo governo de Fernando Henrique Cardoso na condução do Plano Real, ao submeter a gestão macroeconômica, principalmente no que se refere à taxa de câmbio e de juros, aos auspícios da finança global e, por conseguinte, também aos interesses do setor financeiro interno, junto às políticas de abertura e liberalização financeiras, são consideradas por alguns autores como o principal marco da inserção brasileira no contexto da mundialização financeira, que levou não só às mudanças nas relações de dependência como às modificações institucionais para inserção da lógica financeira sobre a política econômica estatal e sobre os rumos da acumulação produtiva.[642]

---

[640] SANTOS, Milton. **Por uma outra globalização**: do pensamento único à consciência universal. 18a ed. Rio de Janeiro: Record, 2009, p. 19.

[641] Para Leda Paulani e Pato: "Segundo o discurso neoliberal que começa a ser dominante no início dos anos 1990, o Estado não dava conta de sua tarefa de preservar a estabilidade monetária e organizar as contas públicas também por conta de seu peso demasiado grande, herança perversa de um tempo em que se imaginaria que o desenvolvimento nacional soberano era possível na periferia e que o Estado era o instrumento mais importante para tornar efetiva essa possibilidade. Ora, um Estado com tantas demandas e tantas tarefas não tinha como garantir ganhos reais às aplicações financeiras, nem como se 'especializar' na administração das finanças e na gestão da moeda, condições todas essas imprescindíveis para considerar um determinado país como 'mercado emergente'. O ambiente no qual os negócios aconteciam também não ajudava. Como convencer os capitais da seriedade do país na disposição de impulsionar o ganho financeiro com uma legislação que, em caso de colapso empresarial, punha à frente dos direitos dos credores financeiros os direitos dos empregados (dívidas trabalhistas) e os direitos do Estado (dívidas tributárias)? No nível do Estado, como garantir que seus recursos seriam prioritariamente canalizados para honrar os compromissos financeiros se os governantes não eram submetidos a um rigoroso controle de suas ações?". PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005, p. 19.

[642] "Ora, a natureza dos fundos que ingressavam no país era mais que conhecida. Eram fundos avaliados permanentemente, buscando o máximo de rentabilidade com liquidez. O sistema de avaliação de risco, por

Ambas as medidas, por sua vez, foram vendidas pelos países centrais como inabaláveis. Bastava seguir a ordem do receituário que o crescimento e desenvolvimento econômico deslanchariam. O discurso se assemelhava àquele propagado quando as economias periféricas recorreram ao endividamento ante a abundante e barata oferta de crédito internacional – bastava uma boa administração da dívida que seriam observados os efeitos benéficos da integração financeira.

No entanto, em todas as medidas propostas era flagrante a desconsideração de um elemento essencial: a singular condição estrutural de uma economia dependente e subdesenvolvida. E ainda que consideradas as economias periféricas entre si, as suas diferenças estruturais são elementares para entender que uma medida exitosa em dado país pode não sê-la em outro. Mesmo que o discurso apontasse para um "projeto" de desenvolvimento aos países periféricos, nada mais estava sendo feito além de adequar, por meio de reformas estruturais, tais países ao modelo econômico "glorioso" dos países centrais. Retornava-se à premissa de que o subdesenvolvimento seria uma etapa anterior ao desenvolvimento e que seria suficiente seguir os passos dos países desenvolvidos para o alcance da eficiência do capital; ou, como defendia Fernando Henrique Cardoso em seus estudos, que a única saída ao alcance seria mesmo associar-se ao capital estrangeiro.

A estabilização monetária, a abertura descomedida para os fluxos financeiros de portfólio e a desregulamentação financeira interna teriam, para os defensores desse modelo, um papel fundamental ao suprir o principal problema do atraso dessas economias – a deficiência no acúmulo de poupança necessária para viabilizar o financiamento do desenvolvimento.

A abundância de recursos financeiros acumulados pelos países centrais só seria passível de absorção pelos países periféricos com a segurança de uma moeda estável, com o aprofundamento do mercado de capitais e com o rompimento das amarras da finança reprimida, medidas que, unidas às reformas estruturais do Estado, proporcionariam a superação do subdesenvolvimento. A certeza sobre o êxito dessa potencialização financeira surge, convenientemente, justo no período em que o capital financeiro internacional buscava novas plataformas de valorização para multiplicar os rendimentos de seus proprietários.

---

parte das agências de *rating*, tornava esses capitais muito mais suscetíveis a situações de risco, passando a exigir mobilidade absoluta. Como pretender que viessem financiar a infraestrutura, o desenvolvimento, ou que se tornassem os 'batedores' que antecediam o investimento de longo prazo?". NASSIF, Luís. **Os cabeças-de-planilha**: como o pensamento econômico da Era FHC repetiu os equívocos de Rui Barbosa. Rio de Janeiro: Ediouro, 2007, p. 200.

Forjava-se, desse modo, todo um arcabouço teórico para sustentar a predominância do interesse das finanças sobre qualquer outro.

Segundo Miguel Bruno e Ricardo Caffe, é durante o início dos anos 1980 que o Estado vai perdendo sua autonomia rumo à subordinação aos interesses das finanças. A alta inflação, que proporcionava a expansão financeira com base na moeda indexada, e que por sua vez se conecta com o endividamento público, deu origem ao surgimento de um tipo de financeirização que permitiu o "rápido aumento da concentração bancária e o fortalecimento do setor financeiro às expensas da acumulação industrial"[643], subordinando o Estado aos interesses da valorização rentista-patrimonial.

Mas é apenas durante a década de 1990, por meio do intenso processo de abertura comercial e financeira, que o Brasil se insere definitivamente na dinâmica da finança mundializada, comandando um processo de "reconfiguração das outras formas institucionais"[644] internas.

Os ganhos inflacionários, derrotados pela estabilização dos preços, é instantaneamente substituído pela manutenção de altas taxas de juros que passam a servir aos interesses do capital financeiro estrangeiro e nacional; o primeiro, sustentado pelas boas condições de inserção no mercado de capitais doméstico, o segundo com um predomínio da acumulação "proporcionada pelo endividamento público interno, onerosamente financiado em termos de prazos e encargos"[645].

Durante o período, observa-se um progressivo abandono de um planejamento concreto voltado para o desenvolvimento econômico, e a atuação estatal passa a ser centralizada na estabilização monetária a qualquer custo.[646] A política anti-inflacionária foi útil para os fins de controle da inflação, mas não conseguiu assegurar a estabilidade

---

[643] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1058.

[644] Ibid., p. 1058.

[645] Ibid., p. 1058.

[646] Segundo Gilberto Bercovici, "Os autores do neoliberalismo costumam decretar a morte da macroeconomia, pois só haveria uma única política econômica racional, a política ortodoxa de ajuste fiscal e privatização. (...). A racionalidade microeconômica não torna os agentes econômicos aptos a modificar as estruturas do sistema econômico, ao contrário da racionalidade macroeconômica, que entende o Estado como dotado da capacidade de controlar, induzir ou direcionar o comportamento econômico dos agentes econômicos individuais e, portanto, de planejar e alterar o sistema". BERCOVICI, Gilberto. **Petróleo, recursos minerais e apropriação do excedente: a soberania econômica na Constituição de 1988**. Tese (Professor Titular). Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – Área de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010, p. 269.

macroeconômica, como o nível de atividade econômica, o consumo, o investimento e o balanço de pagamentos, causando sérios danos à indústria e agricultura[647].[648]

Assim, ainda de acordo com Bruno e Caffe, o período é mercado por uma forma de dominação financeira que tem como base a "generalização da dominância monetária à escala das estruturas institucionais do Estado e do modo de regulação da economia":

> As implicações da dominância financeira sobre os conceitos consagrados de dominância fiscal e monetária não são triviais. Sob um regime de dominância monetária, o Banco Central assume o papel de condutor da política econômica e as autoridades fiscais têm de ajustar o orçamento público para cobrir os seus déficits de financiamento. A autoridade monetária força a autoridade fiscal a programar cortes nos gastos governamentais ou a aumentar as receitas fiscais. Na condição oposta, sob o domínio fiscal, a autoridade fiscal possui a vantagem na determinação da política econômica. Nessa condição, há uma nítida recusa em assumir perdas e centralizar seus esforços no equilíbrio de longo prazo do orçamento, determinando que o Banco Central tome para si o financiamento monetário.
> (...).
> A dominância financeira pode ser interpretada como a generalização da dominância monetária à escala das estruturas institucionais do Estado e do modo de regulação da economia. Trata-se da dominância monetária em escala ampliada, levada ao extremo em benefício da acumulação rentista-patrimonial e convertendo a política fiscal num mero instrumento de geração de caixa para os Estados.[649]

Desse modo, a insistência da concepção neoliberal em considerar a dívida pública como resultado do descontrole financeiro de um Estado abarrotado por gastos é inconsistente tendo em vista a adoção reiterada de políticas que se traduzem na busca por superávits, metas e altas taxas de juros, que são seguidas do aumento do endividamento interno.[650] Desde o final da década de 1970, a gestão da dívida pública tem sido feita com o fim de animar o mercado de capitais e atrair investidores nacionais e estrangeiros, tendo esse movimento sido intensificado na década de 1980 e consolidado na de 1990. A dívida pública seria, portanto, "o pilar central da construção dos mercados financeiros no âmbito nacional

---

[647] TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 124.

[648] Para Wilson Cano, "Mais grave, é que as estruturas de poder mudaram, com o que a dominância sobre o padrão de acumulação, com essas reformas, passasse para o sistema financeiro. E esse domínio também se dá na valorização do capital: hoje, os balanços das grandes empresas internacionais (e também de várias nacionais) mostram uma perigosa proporção de cerca de 2:1 dos lucros financeiros sobre os operacionais, o que explica a menor disposição do empresário privado em investir no setor produtivo ou na infraestrutura, e cada vez mais aplicar o capital no financeiro. Dessa forma, tornou-se difícil encontrar empresários que aceitem investir em infraestrutura e na produção, ou governos que pretendam exercer uma ação pública 'desenvolvimentista'". CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 285.

[649] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1046-1047.

[650] Ibid., p. 1046.

e internacional e a colocação de títulos no mercado de dívida pública é a base de seu crescimento"[651].

O Plano Real, muito mais do que um conjunto de medidas com o fim precípuo de resolver as perturbações ocasionadas pela inflação, surge, ainda, para solucionar o problema que obstava o funcionamento do Brasil como "plataforma de valorização financeira internacional"[652], pois a estabilidade inflacionária seria considerada como requisito essencial para viabilizar a atração de capitais estrangeiros de curto prazo ao país. Sem ela, a abertura financeira não traria os efeitos prometidos.

O modo como foi operacionalizada a estabilidade inflacionária, por meio do uso excessivo da âncora cambial e da manutenção de elevadas taxas de juros, a despeito de ter cumprido sua função de pôr fim à inflação, trouxe sérios danos ao erário público. Para Maria da Conceição Tavares:

> Quando ficou evidente a concepção deste plano, começamos a criticá-lo com veemência. Não porque minimizássemos o peso da superinflação, mas porque a receita nele contida, em particular a malfadada "âncora" cambial e a liberalização de preços e de importações, era apenas um expediente temporário para ganhar as eleições, que provocaria uma grande euforia (a exemplo do Plano Cruzado), após a qual viria inexoravelmente a ressaca do "encilhamento financeiro" e do endividamento público e privado, seguida de uma possível crise cambial, a exemplo do ocorrido no México.[653]

O sustentáculo da estabilização da moeda, baseado na taxa de juros com o fim de dar confiabilidade aos aplicadores estrangeiros para o acúmulo das reservas internacionais[654], gerou um custo altíssimo no aumento da dívida pública, multiplicando seu volume apenas por efeito de sua própria rolagem e transformando as despesas com juros o "principal vetor do déficit público", tendo em vista que, mesmo o governo tendo alcançado

---

[651] "Considerando o Estado realmente existente, a análise procura reconhecer as relações de aprofundamento contínuo que adaptam mutuamente a lógica rentista financeirizada já presente no seio do Estado brasileiro com as formas institucionais reguladoras dos déficits e dívidas no espaço fiscal realmente existente. A metamorfose fiscal do capital representa aqui a participação direta do Estado no regime de acumulação, em termos de uma estrutura de despesa pública, correspondente ao fechamento fiscal do circuito orgânico do Estado em sua atribuição de rentista fundamental". BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1047-1048.

[652] PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005, p. 21.

[653] TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 103.

[654] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 178-179.

resultados primários superavitários, a dívida não parou de aumentar.[655] Esse expressivo aumento, à contragosto da opinião dos economistas do governo, não foi decorrente, portanto, do déficit fiscal, mas do "arranjo cambial-monetário montado para sustentação do Real"[656].

Assim é que, enquanto que nos anos 1970 e 1980 o crescimento da dívida foi peça chave para a "ciranda financeira", alimentando sobremaneira o lucro das instituições financeiras, esta não desapareceu com a diminuição da inflação. Pelo contrário, a dívida continuou sendo o "ponto de apoio fundamental da especulação financeira, principalmente a partir de março de 1995"[657] e fez das instituições financeiras as grandes ganhadoras de todo o processo, primeiro com a valorização do real em 1994, quando os bancos tomaram empréstimos em dólar e aplicaram em reais, depois com a defesa do real, em 1997 e 1998, com a elevação súbita da taxa de juros.[658]

De acordo com Belluzzo e Almeida, a política empreendida pelo governo alinhava-se aos preceitos liberais defendidos:

> O que não se pode perder de vista diante de fatos que conjunturalmente influenciaram as taxas de juros no Brasil, é que a desinflação rápida, forte, a abrupta sobrevalorização da moeda e as taxas de juros muito altas foram todos componentes da mesma estratégia de política econômica. Por isso não é de surpreender que o Brasil tenha ostentado, no período, as taxas reais de juros mais elevadas entre as "economias emergentes" e em padrões mundiais. (...). Não se tratava, portanto, apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da "âncora" cambial. O objetivo parecia ser mais amplo: estávamos diante de um projeto de desenvolvimento liberal que supõe a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões "competitivos" e "modernos" das economias avançadas.[659]

A política de alta de juros foi uma opção deliberada do governo, e não uma fatalidade inerente ao processo de estabilização. Seguindo essa opinião, João Sayad defende que os juros altos representaram um alto custo para o Tesouro e teve baixa eficácia em termos de controle da demanda agregada. De acordo com o autor, o governo poderia ter adotado a estratégia de juros baixos e mantido o controle da expansão do crédito por meio das reservas compulsórias bancárias, o que geraria uma consequência mais eficaz no que se

---

[655] TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 397.
[656] Ibid., p. 112.
[657] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 166. A bancarrota de alguns bancos, que não conseguiram se adaptar à nova realidade, teve efeito muito pequeno sobre o sistema financeiro de um modo geral se levarmos em conta a reestruturação do setor e a veloz adaptação dos bancos à conjuntura.
[658] Ibid., p. 165.
[659] BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 372-373.

refere ao controle da demanda agregada e de importações. Assim, a entrada de capitais estrangeiros poderia ter sido feita a baixas taxas de juros sem prejudicar a atratividade dos ativos nacionais:

> Da forma como estão estabelecidas as regras de funcionamento do mercado financeiro desde o Plano Real a utilização do dólar como passivo ou ativo é restrita a grandes transações, já que os custos de transação são elevados. Assim, predomina uma dolarização não democrática, que pune empresas e consumidores que têm acesso apenas ao mercado de reais, em que as taxas de juros são mais elevadas. Além disso, o ingresso de dólares precisa ser compensado por superávits fiscais, difíceis de serem obtidos num país que requer gastos públicos importantes na área social e de infraestrutura.[660]

A modificação do regime de estabilização para o de metas de inflação[661], em junho de 1999 por meio do Decreto nº 3.088, não trouxe mudanças significativas ao quadro da condução da política econômica. O eixo pautado na âncora cambial se desloca para as políticas fiscal e monetária. O objetivo central da política econômica passou a ser o alcance da meta de inflação por meio da obtenção de superávits fiscais primários. No segundo mandato de FHC "esses superávits implicaram em uma economia acumulada dos recursos do Tesouro para pagamento dos juros de R$ 165,4 bilhões"[662].

Bresser-Pereira e Nakano também contestam os argumentos utilizados pelo governo para a manutenção de um elevado nível de juros. De acordo com os economistas do governo, à época, a alta taxa seria justificada pelo fator risco-Brasil[663]. Contudo, a taxa aplicada no país, desde o final da década de 1980, e mesmo diante de uma sensível

---

[660] SAYAD, João. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 82.

[661] "(...) economistas pós-keynesianos criticam o uso de políticas anti-inflacionárias ortodoxas de aperto monetário, uma vez que elas atacam o sintoma, mas não a causa da inflação. Qualquer pressão inflacionária que ocorra em uma situação em que a economia esteja operando em níveis abaixo do pleno emprego tem sua causa do lado da oferta. Políticas ortodoxas anti-inflacionárias são orientadas para manter uma taxa de desemprego suficientemente alta para constranger demandas salariais dos trabalhadores e os aumentos nas margens de lucro das empresas. Isto é, elas só podem ser bem-sucedidas se perpetuarem níveis baixos de produto e níveis elevados de desemprego. Segundo essa abordagem, existem múltiplas e diferentes causas para a inflação e, consequentemente, vários tipos de inflação. Para cada tipo de inflação, um instrumento anti-inflacionário deve ser usado". CARVALHO, Fernando J. Cardim. (org.). et. al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 160.

[662] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 250.

[663] "O chamado "risco-Brasil" é o diferencial de juros de um título do governo norte-americano e um título do governo brasileiro, negociados no mercado internacional, e com a mesma maturidade. Para se determinar o risco-Brasil em reais basta deduzir da taxa estabelecida pelo Banco Central a taxa de inflação esperada, o risco de depreciação (ou somar o de apreciação), e a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano. Feitos os devidos ajustamentos, a taxa real de juros interna é igual à externa paga pelo Brasil dada a arbitragem realizada pelos agentes financeiros". BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**. v. 22, n. 3 (87), julho-setembro/2002, p. 160. Ainda sobre o assunto: BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da estagnação**: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. São Paulo: Ed. 34, 2007, p. 191-217.

diminuição a partir de 1999, era muito superior àquela praticada nos países periféricos. Enquanto a taxa de juros nominal no mercado interbancário era 19% e a real, 11%, países considerados como emergentes mantinham taxas reais de 2% ao ano.

De acordo com os autores, não havia até então uma correta política de juros adotada pelo Brasil e países que possuíam um risco-país ainda maior teriam taxas de juros bastante menores. A alta taxa seria justificada pela razão de ser ela empregada em múltiplas funções, tanto pelas autoridades econômicas como pelo sistema financeiro. Por meio dela, no Brasil, se buscaria reduzir investimentos e demanda agregada quando aquecida, limitar a desvalorização da taxa de câmbio, atrair capital externo para fechar a balança de pagamentos, induzir investidores internos a comprar títulos para financiar o déficit público e para reduzir o déficit comercial.[664] Todas essas funções se relacionam com a taxa de inflação, e muitas delas apontam no sentido de manutenção de uma alta taxa de juros, no entanto:

> o que precisa ficar claro é que cada função pode ser analisada separadamente e que para cada problema existe um instrumento adequado. A taxa de juros deve, em princípio, ficar limitada ao controle da demanda agregada e da inflação. Em suas reuniões, o COPOM (Conselho de Política Monetária) sempre afirma que a única função da taxa de juros é controlar a meta de inflação. Não há razão para duvidar. Mas é preciso ter claro que o COPOM ou o Banco Central não são autoridades imunes às pressões do mercado, que decidem soberanamente sobre o nível da taxa de juros. Elas respondem também a uma lógica mais ampla da política macroeconômica vigente e às expectativas auto-realizadoras do mercado financeiro.
> (...).
> A taxa de juros de curto prazo determinada pelo Banco Central, que, como vimos, está muito acima daquela que o mercado determinaria, dada a classificação de risco do país, tem uma dupla consequência negativa. De um lado, internamente, implica custo financeiro imenso para o próprio Estado, que é o grande devedor. Ainda internamente, ela determina o custo dos financiamentos realizados pelos bancos.
> (...).
> A teoria econômica prevê situações de taxas de juros elevadas como as praticadas no Brasil nos últimos 13 anos como aberração. Sem dúvida a questão é controvertida, já que envolve os interesses de empresários, trabalhadores e rentistas. Os empresários perdem porque são desestimulados a investir, os trabalhadores perdem porque se reduz o nível de emprego; ganham apenas os rentistas, que receberam, de janeiro a setembro de 2001, o equivalente a 12% do PIB na forma de juros. Na verdade, este já se tornou um jogo de soma menor do que zero, em que todos perdem, inclusive os próprios beneficiários dos juros, já que, além do custo em termos fiscais, taxas de juros dessa dimensão representam uma perda de PIB potencial incalculável, que nos permitem, todavia, supor que todos estariam melhor hoje se não houvessem prevalecido taxas de juros tão altas no país nos últimos 13 anos.[665]

[664] BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**. v. 22, n. 3 (87), julho-setembro/2002, p. 162-165.
[665] Ibid., 162-165.

Assim, na opinião de Maria Cristina Penido de Freitas:

> A adoção de metas de inflação como objetivo único do Banco Central engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Em um regime de metas de inflação, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária. Até mesmo a formulação da política fiscal fica limitada, pois, ao manejar a taxa de juros para cumprir a meta de inflação fixada, o Banco Central condiciona a execução orçamentária do Tesouro. Assim, procura-se atender ao objetivo central dos seus defensores, que é 'despolitizar' a política econômica.
> (...).
> O regime de metas de inflação não é o único nem o melhor instrumento de política monetária. Nem sequer é o mais adequado em um país periférico como o Brasil, que não possuiu moeda internacionalmente conversível e apresenta enorme vulnerabilidade externa. A economia brasileira vive sujeita à volatilidade dos fluxos de capital, com impactos consideráveis sobre a taxa de câmbio, que contamina os preços 'controlados' das concessionárias de serviços públicos e dos produtos comercializáveis, pressionando a inflação. A elevação dos juros não tem tido o efeito esperado sobre a estabilidade dos preços, mas é sério obstáculo à retomada do crescimento e geração de empregos.[666]

A Lei de Responsabilidade Fiscal, publicada no ano de 2000, surge como um complemento do pacote dos benefícios ao setor financeiro ao priorizar o pagamento do serviço da dívida pública perante outras despesas, ou seja, colocando o credor financeiro em primeiro lugar, em detrimento de recursos que poderiam ser utilizados para a consecução de políticas públicas e investimentos.[667] A preocupação do Executivo passa a ser, agora explicitamente, preservar as "garantias dos detentores de ativos financeiros emitidos pelo Estado"[668].

Toda essa nova forma de fazer política econômica[669] gerou um endividamento dramático para o setor público, principalmente da União. Entre 1994 e 1998 a dívida líquida

---

[666] FREITAS, Maria Cristina Penido de. O Banco Central deve ser autônomo? Não. Implicações profundas e negativas. **Folha de São Paulo**. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz1204200310.htm. Acesso em: 10 set. 2018.

[667] "Apesar desse enorme esforço fiscal, da aprovação da chamada "Lei de Responsabilidade Fiscal" e do aumento impressionante da carga tributária bruta – referente à União, Estados e Municípios – de 28% para 36% do PIB entre 1995 e 2002, a dívida líquida do setor público só fez crescer, tanto em valores absolutos como proporção do PIB". FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 251.

[668] PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005, p. 140.

[669] "Na ausência de déficits primários nas contas públicas, a dívida originou-se da combinação entre taxas de juros elevadas e a esterilização da absorção de recursos financeiros do exterior. A política de esterilização implicou a emissão de dívida interna para enxugar a liquidez oriunda do superávit da conta de capital, bastante superior às necessidades de financiamento corrente do balanço de pagamentos, que redundou no crescimento das reservas. O acúmulo de reservas foi uma estratégia deliberada para realizar a estabilização com a âncora cambial. A sua esterilização era essencial para evitar uma queda da taxa de juros ou uma apreciação excessiva do câmbio, que terminariam por inviabilizar a entrada de capitais". CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 394.

total aumentou 140%, com um crescimento de 215% da dívida da União e 153% da dívida dos estados e municípios. O acréscimo de juros sobre a dívida líquida interna representou um crescimento de 191%, cuja parcela da União correspondeu a um aumento de 430%. Em 1994 a parcela era referente a 6,4% do PIB e saltou para 21,1% em 1998.[670] Em 2000 ela passou a representar 50% do PIB.[671]

Assim, assistiu-se à continuidade da adoção de altas taxas de juros para combater a inflação, num ciclo perverso de endividamento público e de uso de políticas fiscais para atingir superávits primários com o fim de garantir o pagamento dos encargos da dívida pública.

A financeirização à moda brasileira, nesse aspecto, e seguindo a linha exposta por Miguel Bruno, evidencia-se pelo domínio sobre o Estado e da correspondente política econômica guiada pelos interesses da classe rentista, única beneficiada de uma política contínua de manutenção de taxas de juros a altíssimos patamares.

Por sua vez, um segundo ponto levantado pelos teóricos da dominância financeira que insere o Brasil na dinâmica do predomínio da lógica rentista que, como mencionado no início deste tópico, possui uma correlação direta com a política de estabilização monetária e manutenção de altas taxas de juros empreendida pelo Plano Real, é a abertura e liberalização financeiras que inseriram de uma vez por todas o Brasil no circuito financeiro internacional, transformando-o, segundo Paulani e Pato, numa "plataforma de valorização financeira"[672].

Sem a estabilização monetária pautada na manutenção de altas taxas de juros, os benefícios propalados pela abertura e liberalização financeiras não seriam alcançados. Tais benefícios, como mencionado, potencializariam o investimento produtivo dos países periféricos, deficientes no que se refere ao acúmulo de poupança interna, por permitir às empresas novas fontes de financiamento, internas e externas, com o aprofundamento do mercado de capitais e desenvolvimento e liberdade ao sistema bancário.

No entanto, já era sabido, no ano de 1995, que as medidas não tinham gerado os efeitos planejados nos países centrais e periféricos. No relatório sobre a economia mundial

[670] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 180-181.
[671] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 395.
[672] PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005.

de outubro de 1995, o Fundo Monetário Internacional, organismo multilateral que sempre incentivou e, mais ainda, impôs, as políticas ortodoxas aos países periféricos, reconhecia a falência do modelo de desenvolvimento financeiro sugerido. As experiências dos países do Cone Sul[673] – Chile, Argentina e Uruguai –, assim como a crise asiática de 1997, também haviam demonstrado os danos perversos que poderiam ser causados quando aplicadas as premissas da abertura e liberalização financeiras em economias com industrialização e desenvolvimento financeiro tardios, constituindo esses países como os primeiros laboratórios das experiências indicadas. Ao fim, a culpa, assim como aconteceu na crise da dívida externa, recairia sobre tais economias por não terem aplicado adequadamente os conselhos gentilmente concedidos.

Para os teóricos que defendiam a inserção do Brasil na finança mundializada, bastava seguir o receituário, numa ordem correta, que os benefícios seriam alcançados. Não seriam, pois, cometidos os erros de outrora. Os países do Cone Sul, se poderiam servir como exemplo, haviam descumprido as indicações dos pensadores do Consenso e, por isso, a inserção não saíra como o planejado.

A teoria foi revista pelos seus empreendedores, mas não a ponto de ser reconfigurada totalmente, e sim na tentativa de enxergar em quais pontos específicos deveria ser reanalisada para proporcionar uma inserção mais eficiente desses países.[674] Assim, em que pese terem considerado o arcabouço técnico da inserção – como ordem dos fatores, deficiência dos sistemas financeiros internos, entre outros – permaneceu a desconsideração sobre a relação de dependência entre os países e o novo caráter assumido por ela. Pior: desconsiderou-se a natureza volátil, especulativa e de curto prazo da então dinâmica dos fluxos de capitais no mercado internacional.[675]

---

[673] O trabalho de Carlos F. Díaz Alejandro, "Da repressão financeira à crise: experiências do Cone Sul", Pesquisa e Planejamento econômico, Rio de Janeiro, 14(3), p. 623-658, dez, 1984 e o livro de Marcos Cintra "Uma visão crítica da teoria da repressão financeira", no tópico 2 do capítulo 3, fazem uma ampla análise sobre o tema.

[674] Sobre o emaranhado de teorias que surgiu após a aplicação da abertura e liberalização financeira, ver os já mencionados trabalhos de Biancarelli, Daniela Prates, Marcos Cintra e Marcelo Carcanholo (CARCANHOLO, Marcelo Dias. **Abertura externa e liberalização financeira**: os impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002).

[675] Mesmo os fluxos de capitais que teriam o condão de influir diretamente no investimento produtivo, como o investimento direto estrangeiro, mudaram a sua configuração durante o período: "A globalização financeira e as mudanças tecnológicas organizacionais também alteraram a lógica das decisões de investimento dos grandes oligopólios mundiais. Uma parte considerável dos IED recentes não estão associados a novos investimentos produtivos, mas a uma movimentação de concentração e centralização do capital através de fusões e aquisições. Assim, tais investimentos, ao mesmo tempo que não criam capacidade produtiva, implicarão volumes elevados de remessas de lucros (...). Em segundo lugar, é essencial considerar o

André Martins Biancarelli reúne, em sua tese, as várias dissidências insertas na teoria convencional, assim como a opinião daqueles que sempre se situaram no campo das críticas e entoavam os malefícios que poderiam ser ocasionados pela abertura externa e liberalização interna nos países periféricos.[676]

Em primeiro lugar, havia um dissenso quanto aos elementos quantificadores da integração financeira. A integração seria considerada como um "negócio entre ricos", pois o fluxo de recursos havia sido trocado predominantemente pelos países centrais, enquanto que aos países periféricos teria sido resguardada uma pequena e irrelevante parcela, insuficiente para dar conta das necessidades de poupança externa desses países.[677] Também os dados quantitativos recolhidos sobre os benefícios da abertura financeira em si eram insuficientes, principalmente na relação entre esse processo e o crescimento econômico. Pelo contrário, as análises permaneciam muito aquém daquilo prometido com tanta ênfase pelos economistas ortodoxos, cujos resultados poderiam ser alcançados com providências internas para melhor alocação de recursos e elevação da produtividade. Além disso, os países que, por sua vez, "alcançaram" os benefícios da abertura financeira, realizaram os procedimentos depois de atingido um nível de desenvolvimento econômico avançado.[678]

Dentro da teoria convencional, também eram concebidas ideias de que talvez a mundialização tivesse ido longe demais. Um deles, considerado como um economista liberal, Bhagwati[679], chamava a atenção para o fato de que não seria conveniente imputar os benefícios à integração financeira como se se tratasse de um intercâmbio nos mesmos moldes das relações comerciais entre os países. Fazendo referência aos investimentos de portfólio, o autor defendeu que os fluxos de capitais seriam geradores de grande instabilidade nos países receptores, e que seus benefícios, com recolhimento de dados insuficientes, permaneciam no campo da teoria e retórica, diferente da quantificação demonstrada pelos

direcionamento interno dos IED. No Brasil, a maior parte dos investimentos externos recentes está associada à aquisição de empresas e ao processo de privatização e tem se direcionado para setores voltados para o comércio exterior. Com isso, não alteram a capacidade exportadora do país, tornando cada vez mais remota a possibilidade da economia gerar fluxo futuro de divisas suficiente para financiar as remessas de lucro e os pagamentos de juros decorrentes do ciclo atual de endividamento externo". PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997, p. 184.

[676] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 9-71 e p. 71-117.

[677] Ibid., p. 16.

[678] Ibid., p. 18-20.

[679] BHAGWATI, Jagdish. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. **Foreign Affairs**, v. 77, n. 3, 1998, p. 7–12.

defensores do livre comércio. Os fluxos de curto prazo, por conseguinte, deveriam, no mínimo, serem limitados e regulamentados, com restrição à liberdade de entrada nos mercados financeiros. Uma outra vertente imputava que seria preciso reforçar primeiro os aspectos institucionais para receber os fluxos, com o desenvolvimento do mercado financeiro e das instituições, acrescido de uma política macroeconômica disciplinada.[680]

No entanto, tais teorias, no campo convencional, em que pese criticar a certeza dos benefícios às economias que adotaram a abertura e liberalização financeiras, ainda as tinham como inevitáveis, devendo os países periféricos procederem com reformas estruturais e imposição de limites aos fluxos como forma de não serem atingidos por seus elementos desestabilizadores.

A crítica desses argumentos não levava em conta a mudança que estava sendo observada nas economias centrais e no próprio fluxo de capitais a partir da década de 1970.

O processo de securitização, a disseminação de instrumentos derivativos, a emergência de investidores institucionais, e a tendência à universalização dos bancos, que influenciariam incisivamente a qualidade dos fluxos financeiros para os países periféricos e que imprimiam instabilidade, volatilidade e movimentos especulativos aos movimentos dos capitais, não eram alvos de análise.

A característica predominante desses fluxos possuía uma diferença fundamental do período regulamentado pelo regime de Bretton Woods. O capital financeiro, com a ascensão incontrolável das inovações financeiras, passou a ter no mercado integrado, interna e externamente, seu principal campo de atuação – os fluxos eram direcionados pela busca de oportunidades de ganhos de curto prazo. Quem oferecesse mais atratividade receberia os benefícios da introdução desses capitais em seus mercados.

Se havia divergências quanto às liberdades dos fluxos nos países centrais, nos países periféricos os efeitos dessa liberdade poderiam ser ainda mais insatisfatórios e, quiçá, devastadores.

De acordo com Biancarelli, a desconsideração – ainda que não totalmente – das características estruturais dos países periféricos era o ponto principal da falibilidade das medidas indicadas para adoção desses países. Existiriam três grandes assimetrias, relevantes

[680] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 9-71 e p. 24-26.

para a abertura e liberalização entre as economias: a financeira, a monetária e a macroeconômica.[681]

A assimetria financeira seria a baixa capacidade de esses países absorverem as grandes aplicações que poderiam advir dos fluxos de capitais. O maior montante seria destinado aos países centrais e as economias periféricas não seriam o destino preferencial para os portfólios globais. O fluxo estaria restrito a uma pequena parcela do capital em busca de ganhos extraordinários em decorrência de riscos maiores. No entanto, ainda que em quantidades inferiores, esses recursos tendem a ser significativos do ponto de vista das necessidades e dimensão dessas economias. Entradas e saídas excessivas podem trazer fortes desequilíbrios, tendo em vista sua subordinação aos ciclos de liquidez externos.

A assimetria monetária refere-se à hierarquia da organização monetária internacional comandada pelo dólar e que impõe uma diferença de qualidade entre as moedas decorrente do seu nível de convertibilidade. As moedas fracas teriam uma incapacidade congênita de constituírem boas reservas de valor.[682] Existiriam três consequências negativas dessas dessemelhanças: a impossibilidade de emitir dívida externa na própria moeda, a exigência de manutenção de uma alta taxa de juros para compensar a desconfiança dos aplicadores externos, e o caráter limitador imposto à política econômica. A assimetria macroeconômica, por sua vez, estaria diretamente ligada à assimetria monetária e financeira. Em razão de os ativos das economias periféricas não serem considerados como boas reservas de valor, os aplicadores teriam preferência sobre outras praças. Para atrair esses aplicadores, os países periféricos teriam que pagar um rendimento muito elevado para que estes pudessem assumir riscos elevados decorrentes da inconversibilidade da moeda.

As oscilações no mercado internacional, assim como qualquer manifestação interna capaz de conturbar a propensão ao alto rendimento, levariam à saída imediata desses capitais do país, aumentando a vulnerabilidade externa.[683]

---

[681] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 55.

[682] Para Maria da Conceição Tavares, "A nossa moeda embora 'forte' é totalmente inconversível como sempre e a sua 'fortaleza' além de fictícia é um dos chamarizes do capital especulativo, que sem controle do BACEN (ao contrário do Chile) pode sair a qualquer momento, sem aviso prévio". TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998.

[683] Segundo Reinaldo Gonçalves, "[a] vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes: a primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste perante os eventos externos. Assim, a vulnerabilidade externa será tão maior quanto menores forem as opções de política de ajuste e quanto

Para Chesnais:

> A abertura externa e interna dos sistemas nacionais, antes fechados e compartimentados, conduziu à emergência de um espaço financeiro mundial. A liberalização e a desregulamentação não suprimiram os sistemas financeiros nacionais. Elas os integraram de maneira "imperfeita" ou "incompleta", em um conjunto que tem muitas particularidades. Ele é muito fortemente hierarquizado: o sistema financeiro dos Estados Unidos domina os outros em razão tanto da posição do dólar quanto da dimensão dos mercados norte-americanos de obrigações e ações.
> (...).
> A integração no regime de mundialização financeira "incompleta e imperfeita" de países cujos sistemas antes estavam fechados e cujos dirigentes são ao mesmo tempo pouco instruídos nas sutilezas da finança de mercado e hábeis nos métodos da corrupção política, teve como resultado a criação de sistemas financeiros muito frágeis.[684]

Assim, "tais economias se deparam muito mais com riscos do que com oportunidades ao se abrirem de maneira imprudente aos fluxos de capital característicos deste período histórico"[685].

Mas não só as assimetrias entre as economias seria um fator importante para a reconsideração das teorias que demonstraram ser a abertura e liberalização financeiras irrestritas a melhor opção para os países periféricos.

---

maiores forem os custos do processo de ajustes". (p. 36). "A volatilidade financeira internacional gera uma instabilidade no sistema monetário internacional, afetando a oferta de moeda e, consequentemente, o volume de crédito interno. A expansão da oferta monetária pode ter repercussão sobre o nível geral de preços. Ademais, o governo é forçado a alteração abruptas na taxa de juros interna para ter uma margem de arbitragem que estabilize os fluxos financeiros internacionais. Essas alterações abruptas nas taxas de juros geram incertezas na economia, que prejudicam a formação de expectativas e os planos de investimento. Ocorre, ainda, que o processo de endividamento interno dos governos foge ao controle na medida em que as taxas de juros elevadas provocam crescentes déficits nas contas públicas. O crescimento do déficit público é, na realidade, mais um dos resultados da vulnerabilidade externa. A presença de não-residentes no mercado de capitais tende a aumentar a volatilidade dos preços dos ativos. (...). A vulnerabilidade externa se manifesta também quando o sistema financeiro doméstico fica com ativos e passivos denominados em moeda estrangeira. Dessa forma, aumenta-se a fragilidade do sistema financeiro nacional que, além das mudanças internas, passa a sofrer influência e o impacto de mudanças, por vezes, abruptas no investimento internacional e, portanto, torna-se mais sensível às alterações da taxa de câmbio. (...). Cabe ressaltar, ainda, que o impacto mais direto e imediato da volatilidade do investimento internacional sobre a vulnerabilidade dos países é decorrente do aumento do passivo externo de curto prazo desses países. Esse aumento é o resultado da importância crescente dos fluxos de investimento de portfólio com horizonte de curto prazo ou de natureza especulativa. Dentre esses fluxos, pode-se destacar os investimentos em bolsas de valores e em títulos de renda fixa com maturidade reduzida. As aplicações em títulos negociáveis no mercado doméstico de capitais, como títulos do governo e debêntures, também caracterizam um fenômeno de vulnerabilidade financeira externa. Nesse sentido, parte substantiva dos ativos monetários das reservas internacionais fica comprometida com aplicações especulativas (que se beneficiam de elevados diferenciais de taxas de juros ou retorno) e aplicações de curto prazo. GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Paz e Terra, 1999, p. 38-40.

[684] CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.) et. al. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 44-47.

[685] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 63.

Os pontos nevrálgicos que reúnem os benefícios dessas medidas no âmbito interno se referem à defesa de reformas que levariam à potencialização do mercado de capitais e as vantagens para o sistema financeiro doméstico – o aprofundamento destes levaria a uma melhora expressiva nas condições de financiamento, afetando a produtividade local e levando ao crescimento econômico. A abertura e liberalização levariam a um estreitamento da relação entre capital financeiro e produtivo, tornando o primeiro funcional ao segundo.

No entanto, a versão crítica sobre tais procedimentos também questiona a própria crença no potencial do mercado de capitais, à necessidade de poupança externa[686] e à liberalização interna como condicionantes elementares ao financiamento produtivo nas economias periféricas, tendo em vista que as medidas de abertura deveriam ser acompanhadas de mudanças na estrutura institucional do sistema financeiro, que, ante às pressões intervencionistas e repressoras realizadas pelo Estado, não poderia ser livre e melhor alocar os recursos para o investimento.

A primeira contestação se refere à premissa de que o limite da taxa de juros seria uma medida repressiva que levaria ao não exercício, por parte das instituições financeiras, de suas potencialidades de financiamento. A centralidade sobre o papel da taxa de juros nos contratos financeiros é inconsistente por desconsiderar que apenas eliminar essa forma de constrangimento não seria suficiente para o pleno desenvolvimento financeiro. Na realidade, as falhas desse sistema ensejariam justamente o contrário: a intervenção estatal por meio da supervisão e regulação prudenciais, de uma política de concorrência para o setor e, principalmente, por meio do crédito direcionado e da própria repressão financeira[687,688].

Outra relevante contestação é com relação às vantagens e desvantagens dos diferentes tipos de configuração estrutural do sistema financeiro adotado pelos países e a interação deles com o crescimento e desenvolvimento econômico. A elevação dos juros, tida como variável-chave para os teóricos da liberalização, não surtiu os efeitos desejados, pois não conduziu ao aumento da poupança agregada, nem no aumento da oferta efetiva de crédito e teve pouca ou nenhuma associação com os índices de crescimento econômico,

[686] A necessidade de poupança prévia para o investimento já foi alvo de análise na seção I.4. deste trabalho.
[687] HERMANN, Jennifer. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: "restatement" ou auto-crítica?. **Nova Economia**. Belo Horizonte. julho-dezembro de 2003, p. 138.
[688] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 76-78.

quando observados. Assim, abriu-se espaço para um "questionamento mais profundo não apenas do modelo, mas também dos próprios pilares desta visão sobre liberalização e financiamento"[689], tendo em vista que poderiam ser utilizadas outras maneiras para chegar a esse mesmo fim.[690]

Um desses questionamentos é centrado num foco negligenciado pela teoria convencional, que é a consideração sobre as diferenças entre os mercados de crédito e de capitais, essenciais ao se ter em conta que nos países para os quais foram empurradas as políticas de abertura e liberalização prevalecia a estrutura financeira baseada no crédito bancário.[691]

Tais políticas partem do pressuposto – até então inafastável – de que o desenvolvimento do mercado de capitais seria a melhor opção para as empresas obterem financiamento a longo prazo, essenciais para o crescimento econômico, ainda mais tratando-se de países periféricos que possuíam grande dificuldade nesse aspecto. Nesse mercado, estariam superados os problemas da seleção do crédito e risco moral da intermediação bancária – o investidor individual vai sempre preferir projetos produtivos e não necessariamente o retorno desses projetos. Por conseguinte, o mercado de capitais proporcionaria uma melhor alocação do investimento produtivo.

Era diante dessa ineficiência nos países periféricos que os Estados tinham que recorrer à "repressão" financeira, principalmente no que se refere ao direcionamento do crédito, o que seria ineficiente porque o Estado não teria condições técnicas de se preocupar com as características dos setores, sendo influenciado por determinantes alheias ao interesse nacional, tal como o poder político de determinados espectros da sociedade.

Além disso, o mercado de capitais proporcionaria o *funding* adequado para a consolidação das posições financeiras, onde as empresas emitiram títulos de longo prazo, completando o circuito do financiamento do investimento. Por isso, a necessidade de um mercado aprofundado, líquido e com diversidade de opções.

A solução seria desenvolver o mercado de capitais para que ele cumprisse essa função, de alocação ótima de recursos, e para isso seria fundamental a progressiva e regular abertura e liberalização dos mercados internos às finanças estrangeiras e também acesso das

---

689 BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 84.
690 HERMANN, Jennifer. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990, op. cit., p. 154.
691 BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**, op. cit., p. 85.

empresas e aplicadores ao mercado internacional, da forma como propunha o receituário. Some-se a isso a reforma da previdência privada e privatização dos sistemas de previdência pública, que, além de aliviar os cofres públicos, levaria a uma migração em massa de recursos ao mercado de capitais por meio dos fundos de pensão; a manutenção de inflação baixa; o apoio a investidores institucionais; o incentivo à liquidez do mercado secundário; entre outras medidas para desenvolver o mercado de títulos; e os incentivos para o crescimento sustentado do mercado de ações.[692]

Assim, toda a teoria, que previa uma revolução em termos de reformas estruturais para os países que não desenvolveram tal mercado ao longo das décadas, tem como base a crença na superioridade do mercado de capitais para o financiamento do desenvolvimento.[693]

Dadas as várias tentativas de os países latino-americanos de desenvolver seu mercado de capitais sob essa premissa, vide o caso brasileiro, que desde a reforma financeira da década de 1960 insiste nessa solução, foram analisadas, ainda que timidamente, a reformulação dessas premissas.

Para de La Torre, Gozzi e Schmukler, nem a visão de que os infrutíferos resultados da abertura e liberalização se deviam às reformas imperfeitas e incompletas e que a maturidade do passar do tempo iria demonstrar os resultados, nem o diagnóstico de que esses países não cumpriram a sequência de desenvolvimento determinada[694], respondem a esse problema.

Os autores propõem uma revisitação de certas questões básicas para a garantia de bases de reformas mais sólidas para alcançar o desenvolvimento financeiro, tendo-se em

---

[692] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 90.

[693] Ibid., p. 86-88.

[694] "A sequência tida como ideal para os teóricos convencionais é a seguinte: estabilização macroeconômica (ajuste fiscal, estabilização monetária e reforma do modelo de política monetária); medidas de liberalização financeira de implementação rápida, como a liberalização do mercado de capitais e cambial; política financeira de médio prazo, com a liberalização bancária gradual e condicionada (manutenção provisória do teto de juros, linhas de créditos especiais e controles legais de atuação); reforço aos mecanismos de supervisão bancária; reestruturação patrimonial (privatização, liquidação e política concorrencial); e, por último, liberalização das contas de capital (eliminação das barreiras ao investimento direto estrangeiro e instrumentos financeiros no exterior e controle dos fluxos de curto prazo com impostos, prazos pré-estabelecidos e depósitos compulsórios). Na prática, porém, era praticamente impossível seguir essa sequência. No "manual" não havia instruções de como controlar a taxa de inflação, nem como seria o ajuste fiscal, ou seja, eram conselhos fadados ao insucesso, pois "no caso da América Latina nos anos 1990, não há como entender a estabilização sem a abertura financeira, e isso passa ao largo das 'revisões' autocríticas da visão convencional", pois que essencial o acúmulo de reservas e uso da ancoragem cambial. O que se observou foi primeiro a abertura da conta de capital para depois advirem as demais mudanças, o que ocasionou na crise dos países do Cone Sul". Ibid., p. 91-95.

consideração as estruturas de cada país, como o tamanho de suas economias, a presença de moedas fracas, a alta possibilidade de risco sistêmico e da própria qualidade do sistema bancário. Todas essas condições podem simplesmente não levar a um adequado desenvolvimento do mercado de capitais, por isso a necessidade de repensar se tal forma de financiamento seria mesmo a solução para essas economias, de modo que possa se pensar em arranjos alternativos.[695]

Além disso, há o caráter dúbio do mercado de capitais que, ao mesmo tempo em que pode funcionar como elemento propulsor do investimento[696], pode fomentar atividades completamente dissociadas da esfera real de produção, assim como previu Keynes, no capítulo 12 de sua teoria geral, e Marx n'O Capital quando expõe o caráter do capital fictício e sua tendência a autonomizar-se do capital produtivo[697]. Assim, segundo Biancarelli:

> Isto porque, se é verdade que o mercado de capitais tem um importante papel a cumprir no circuito característico de financiamento do investimento, mas tal capacidade depende da profundidade e da estabilidade destes mercados; e se também é verdade que mesmo nas economias mais avançadas as suas supostas propriedades superiores não se verificam por conta das tendências inerentes ao seu funcionamento, o "trabalho tende a ser (ainda mais) mal feito" nas economias periféricas, marcadas por uma série de especificidades negativas. Entre estas últimas, o destaque aqui é justamente para a reduzida profundidade e liquidez dos seus mercados de capital, além da falta de infraestrutura regulatória para o seu bom funcionamento, de mecanismos para difusão adequada de informações sobre as empresas que, para completar, tendem a ser jovens e portanto sem um histórico que permita uma avaliação correta do seu desempenho e perspectivas. O resultado é um mercado de capitais consideravelmente mais volátil e com precificação arbitrária, diante do qual as funções de monitoramento, prospecção e disciplina podem ser desempenhadas de maneira muito mais satisfatória por outros tipos de instituições financeiras, em outros arranjos.[698]

Nessa linha de argumentação crítica, a experiência brasileira foi um exemplo fundamental de como a abertura e liberalização financeiras, iniciadas no fim da década de 1980, não trouxeram para o país os benefícios propalados por seus teóricos que, em tese, seriam conhecedores das condições de subdesenvolvimento dos latino-americanos.

---

[695] DE LA TORRE, Augusto et. al. Capital market development: whither Latin America?. **Policy, Research working paper**; n. WPS 4156. Washington, DC: World Bank. Disponível em: http://documents.worldbank.org/curated/en/143761468091480807/Capital-market-development-whither-Latin-America. Acesso em: 3 nov. 2018.

[696] Mesmo a eficiência do mercado de capitais nos países centrais é alvo de questionamento. Ver SINGH, Ajit: Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 8. n. 1, jul. 1998.

[697] Conferir o capítulo 1 do presente trabalho.

[698] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 109.

O efeito foi justamente o reverso, e, novamente repetindo as palavras de Leda Paulani, teve como consequência principal a transformação do Brasil em plataforma de valorização financeira, sem, contudo, e como contrapartida minimamente exigível, funcionalizasse o sistema financeiro brasileiro para fins de financiar o desenvolvimento econômico.

A despeito de toda a contribuição teórica crítica, e mesmo revisionista da teoria convencional, a política de abertura e liberalização foi mantida e até intensificada ao longo do período analisado, o que solidifica a hipótese de que as modificações estruturais empreendidas nos governos pós-ditadura tenham tido como objetivo principal o acolhimento, por parte da estrutura financeira brasileira, dos capitais financeiros ávidos por valorização em terras latinas ainda pouco exploradas, marcando a inserção do Brasil na nova dinâmica do capitalismo internacional dominado pelas finanças.

A hipótese é ainda mais plausível quando observamos as análises de alguns autores quanto ao comportamento do sistema financeiro nacional durante o período em termos de sua funcionalidade ao desenvolvimento econômico e, também em dimensão qualitativa, o comportamento dos fluxos de capitais estrangeiros ao país.[699]

Tais dados demonstram que, para além da inserção do Brasil na dinâmica da finança mundializada como plataforma de valorização financeira, a abertura e liberalização não contribuíram para a funcionalidade do sistema financeiro nacional como pressuposto pelos idealizadores da teoria convencional.

A liberalização e maior incentivo à entrada das instituições financeiras estrangeiras no país, atraídas pela abertura do mercado de capitais, privatização e reestruturação industrial, potencial crescimento do mercado de varejo, e pelas consequentes possibilidades de variados negócios e alta lucratividade, permitiram um movimento expansivo dessas instituições no mercado brasileiro.[700]

A composição dos ativos, para o período de 1998 a 1999, demonstrou que suas operações se direcionaram, em maioria, para aplicações em títulos e valores mobiliários, constituindo-se como os principais compradores nos leilões primários. No ano de 2000

[699] Esse também já era o diagnóstico de Maria da Conceição Tavares durante o período analisado: "Tanto a reforma do sistema financeiro, como a da previdência parecem na verdade interessar-se por uma única coisa: liberalização do mercado para a atuação dos bancos estrangeiros e entrada dos fundos de pensão privados". TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 123.

[700] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 96.

chegaram a adquirir 52% do total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central. Com relação aos créditos concedidos, as operações ficaram concentradas em empréstimos e títulos de curto prazo, com a cobrança de altos *spreads*, demonstrando um comportamento similar ao dos bancos privados nacionais.[701] Assim, a ampliação da presença dos bancos estrangeiros no Brasil não atingiu as expectativas do governo quanto à redução dos custos do crédito, serviços bancários à população e alongamento dos prazos.[702]

De um modo geral, a oferta de crédito pelo setor bancário, que cresceu de forma moderada e descontínua, também não apresentou um quadro satisfatório e condizente com os alardes sobre os benefícios da abertura e liberalização para o setor. A relação crédito/PIB, que em 1989 era 24%, permaneceu no mesmo patamar em 2003. Nos países que possuem um mercado de crédito bem desenvolvido esse índice se situa na faixa de 60% a 100%.[703]

Tratando-se dos setores envolvidos, o crédito para pessoas físicas, modalidade de curto prazo e subordinada ao crescimento econômico, mas não determinante para ele, cresceu num ritmo significativo e acelerado – de 2,5% do total de crédito concedido em 1989, em 2004 atingiu 30%. O crédito para indústria de capital de giro e, em tese, também o de longo prazo, cresceu de forma lenta – em 1989 correspondeu a 16% e em 2003, 29%. Para aquisição de bens e formação bruta de capital fixo, o prazo manteve-se inferior a 300 dias até 2005. Houve encolhimento do crédito no setor habitacional, que foi de 36% em 1989 a 5% em 2006.[704] Além disso, os *spreads* praticados, muito superiores à média internacional – situando-se em torno de 40 pontos percentuais em contraposição a 10 pontos em países industrializados e 20 em economias periféricas – manteve-se incólume.[705]

---

[701] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 102.
[702] Ibid., p. 100.
[703] "No caso brasileiro, pode-se constatar que a abertura pouco contribuiu para o aprofundamento financeiro. Este último deve ser medido a partir de algumas contas dos passivos e ativos bancários, dada a ausência de um mercado de capitais significativo na nossa economia. (...) houve no período mais intenso da abertura da economia brasileira, após 1994, uma redução do aprofundamento financeiro, o que está configurado na redução do crédito ao setor privado, medido como proporção do PIB, e por uma queda ainda maior da emissão de títulos bancários. Ou seja, além de conceder proporcionalmente menos crédito, o sistema bancário desenvolveu pouco a base de captação doméstica. (...) a elevada taxa básica de juros no financiamento dos títulos públicos, dotados também de grande liquidez, determina que os empréstimos ao setor privado se caracterizem tanto por prazos curtos quanto por taxas de juros muito altas. Desse ponto de vista, o financiamento bancário de longo prazo ao setor privado é uma impossibilidade por causa da taxa de juros estratosférica que implicaria". CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 303-304.
[704] Os dados foram retirados do artigo de Jennifer Hermann: HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 260.
[705] Ibid., p. 268.

Já a captação de recursos externos pelas instituições financeiras por meio de empréstimos e emissão de títulos, liberalizadas completamente com a edição da Resolução nº 2.770 de 2000 (que substituiu a Resolução nº 63), que aboliu as vinculações de repasse interno e direcionamento compulsório, não surtiu os efeitos desejados no que toca ao aprimoramento do sistema de crédito. As obrigações externas de curto prazo foram predominantes e os recursos, em que pese ter uma parte sido direcionada para o financiamento do comércio externo, foram utilizados em operações de arbitragem no mercado financeiro interno em razão da manutenção de altas taxas de juros.[706] Tais operações centralizaram-se nos mercados de derivativos de câmbio com o fim de não apenas se protegerem da valorização da moeda nacional frente ao dólar, mas para ganhar sobre essa apreciação em atividades especulativas com câmbio e juros também no mercado de títulos públicos.[707] Desse modo, a captação de um alto volume de recursos durante a década de 1990 e início dos anos 2000 não contribuiu para uma mudança substancial no *funding* das instituições financeiras e teve participação ínfima no financiamento do investimento das empresas que dependem do crédito bancário interno.[708]

A análise dos dados e as mudanças operacionalizadas no sistema bancário, segundo Hermann, indicam que a política empreendida no período que vai de 1990 ao início de 2000, foi incapaz de aliar o crédito bancário ao desenvolvimento econômico. Essa fraca expansão, por sua vez, não pode ser atribuída aos problemas financeiros do setor, pois permaneceu bem capitalizado durante todo o período, nem às dificuldades microeconômicas à expansão do crédito, mas sim à ausência de interesse em ocupar o segmento de crédito de longo prazo que, em tese, seria incumbência do mercado de capitais a ser também aprofundado pela abertura e liberalização financeiras.[709]

Com relação às movimentações do mercado de capitais[710], mesmo diante do inegável aprimoramento de sua estrutura, que de fato foram impulsionadas pela entrada de

[706] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 93.
[707] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 193.
[708] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC, op. cit., p. 94.
[709] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 255.
[710] No segmento primário do mercado de capitais, "aquele por meio do qual os recursos fluem, diretamente, do ofertante (ou do 'agente superavitário') para o demandante (o 'deficitário', que, de acordo com a visão pós-

capitais externos e estabilização da inflação, os resultados não foram os desejados pelas autoridades. A entrada dos fluxos de portfólio se deu predominantemente pelo Anexo IV (cerca de 80%), direcionado com predominância ao mercado acionário, e pelo fundo de renda fixa (15%), com alta participação de bancos e outras instituições financeiras, com destaque para fundos de investimento.[711] A origem veio sobretudo da América do Norte (32%) e da América Central (37%), o que coincide com o movimento de ascensão dos fundos de investimento dos Estados Unidos e de investidores individuais nacionais operando como não residentes por meio de bancos em paraísos fiscais.[712]

As contas CC-5 também foram um importante instrumento não só para a expatriação de capitais por famílias e empresas, mas, ante a ausência de fiscalização efetiva do Banco Central sobre as movimentações, para servir como porta para ilícitos cambiais. A extrema flexibilidade concernente às regras de entrada e saída de recursos também contribuiu para a entrada de volumes expressivos para fins de investimento de portfólio de curtíssimo prazo[713].[714]

O retorno dos fluxos de capitais foi incentivado, durante o período, além da quase total liberalização de entrada, pela maior volatilidade dos valores mobiliários, pelo avanço do processo de privatização e pelos baixos preços das ações com potencial para se valorizar ao longo do tempo. No entanto, tais fluxos foram bastante inconstantes, pois por

keynesiana busca *funding*)". BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**, op. cit., p. 202.

[711] "Isso implica num perfil de prazo mais curto se comparados aos investimentos de fundos de pensão e seguradoras – por serem oriundas de número restrito de agentes são mais voláteis em razão da formação comum de expectativas, originando comportamento de manada. Cerca de 80% dos recursos ficaram concentrados aqui no Anexo IV, com cerca de 15% nos fundos de renda fixa; tudo leva a crer que os recursos foram utilizados para a compra de ações no mercado secundário; a quase exclusividade foi direcionada para compra de ações de estatais em privatização – a motivação principal residiu no ganho patrimonial decorrente da valorização das ações". CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 281.

[712] Ibid., p. 280.

[713] Para Leda Paulani: "Operaram-se duas grandes mudanças. Em primeiro lugar, alargou-se o conceito de "não-residente", incluindo-se aí não apenas as pessoas físicas ou jurídicas que estivessem em trânsito pelo país, mas também as contas livres de instituições financeiras do exterior (instituições financeiras estrangeiras não autorizadas a funcionar no país). Além disso, as CC5 passaram a poder remeter livremente para o exterior não apenas os saldos em moeda doméstica resultantes da conversão de moeda estrangeira com a qual os não-residentes tivessem entrado no país, mas todos e quaisquer saldos. Abriu-se com isso a possibilidade de qualquer agente, independentemente de ser ou não residente, enviar sem restrições recursos ao exterior, bastando, para tanto, depositar moeda doméstica na conta de uma instituição financeira não-residente". PAULANI, Leda. **Brasil Delivery**: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008, p. 42.

[714] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**, op. cit., p. 280-281.

consistirem em investimentos de portfólio, ou seja, de curto prazo, estavam condicionados aos ciclos de liquidez internacional.[715]

Por conseguinte, de um modo geral, tratando-se dos efeitos da abertura e liberalização sobre a funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, houve o aprofundamento do mercado secundário, mas sem gerar efeitos significativos sobre o mercado primário de ações.[716] Apenas entre 1997 e 1998 houve um volume expressivo de emissões primárias relacionadas às ofertas públicas de ações de empresas elétricas e lançamento de ADRs pelas empresas privadas. O aumento do número de companhias abertas observado entre 1994 e 1999, por sua vez, foi decorrente do lançamento de debêntures por parte de empresas de *leasing*[717] e securitização de recebíveis. As aberturas de capital no mercado primário foram feitas principalmente por empresas familiares de médio porte com

[715] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 88.

[716] Sobre o funcionamento desse mercado, Walfrido Warde: "O sistema de distribuição, uma vez em funcionamento, produz, desde logo, seus efeitos no chamado mercado primário, onde ocorrem, em se tratando de ações e títulos de demissão da companhia, trocas econômicas que se resumem na prestação de valores mobiliários em contraprestação a recursos que – seja por capitalização, seja por suprimento – serão dedicados a financiar dada atividade empresarial. No mercado primário, em suma, são celebrados os primeiros negócios jurídicos a ter por objeto um dado valor mobiliário após a sua emissão. Nele também são realizados todos os atos conducentes à formação do negócio jurídico que reveste as referidas trocas econômicas, bem como os atos praticados em cumprimento dos deveres de prestar reciprocamente atribuídos aos sujeitos do negócio. Uma vez ocorridas as primeiras trocas econômicas de ações ou de títulos de dívida por recursos dedicados ao financiamento da empresa, aos adquirentes desses ativos – na qualidade de investidores – é dada a faculdade de ofertá-los e aliená-los a quem os queira adquirir. Essas novas trocas econômicas estabelecidas entre investidores, a que a doutrina norte-americana chama de *trading transactions*, dão-se no âmbito do mercado secundário. O mercado secundário existe para conferir liquidez aos valores mobiliários, sem o que, uma vez adquiridos, seria difícil sua subsequente alienação, quando assim desejasse o investidor". WARDE JR., Walfrido Jorge. Algumas considerações acerca da capitalização das sociedades anônimas. In: WALD, Arnoldo (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais**: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 704-705.

[717] Grande parte não pode ser considerada como operações típicas de mercado de capitais. As operações de *leasing* são internas de conglomerados financeiros, normalmente subscritas pelo próprio banco coordenador do grupo para capitalizar suas subsidiárias, ou para alocar em fundos de investimento ou repassar a clientes em substituição aos CDBs. Nada, portanto, que represente financiamento às empresas, investimento, geração de emprego renda etc. Além disso, de acordo com Biancarelli, o mercado de debêntures ainda se mostra bastante concentrado e muito mais acessível às maiores empresas, mesmo entre as do setor produtivo. BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 212-215.

o fim de lançar ADRs[718] no exterior e por empresas estatais.[719] Além disso, a queda do número de emissões de ações a partir de 1994 indicou uma alta concentração destas em poucas empresas.[720]

Sobre a movimentações do mercado de capitais durante o período, Biancarelli:

> (...) não consta que tenha havido uma onda de investimentos por parte destas empresas no período recente sequer comparável a essa ânsia por captações. Parece mais claro que, entre o plano das intenções e o uso concreto do dinheiro, em muitos casos tem ganhado espaço justamente a administração financeira em detrimento da expansão da capacidade – ou seja, não parece no presente momento haver associação automática entre captação primária e investimento. Assim, a alta parcela da liquidação de dívidas pode ser indício muito mais da ausência de grandes projetos à procura de novos sócios – o que costuma ser a imagem associada às ofertas de ações. Raciocínio semelhante pode ser feito em relação aos recursos que, oriundos dos novos acionistas, são usados para o dia-a-dia das companhias ou ficam no caixa, esperando (ou não) oportunidades de alocação em outras formas de aplicação financeira – cuja parcela varia de 11% a 14% de acordo com as opções feitas. Além do reduzido impacto macroeconômico, este destino provavelmente frustra as expectativas dos investidores que procuram o mercado de ações.[721]

Além disso, ainda de acordo com o autor, os números apresentados e a euforia sobre uma possível revolução no mercado de capitais durante, principalmente, o início dos anos 2000, deveriam ser tomadas com grande cautela, tendo em vista que o caráter dos fluxos direcionados ao país que representaram essa mudança teriam sido causados "por ciclos de liquidez comandados primordialmente por fatores externos aos países em desenvolvimento"[722]. A alta presença de investidores estrangeiros também denota uma forte dependência do mercado com relação ao capital externo. Esses movimentos, dada a

[718] As operações no mercado de ADRs "têm um caráter muito mais de 'selo de qualidade' (necessário à tomada de recursos no exterior por outras vias) do que de financiamento efetivo das atividades domésticas. Mesmo que não seja, portanto, uma causa do processo, esta tendência é pelo menos uma manifestação adicional do esvaziamento do mercado local durante a retração dos estrangeiros, e das consequências limitadas de um período de euforia". Ibid., p. 219. Segundo Ricardo Carneiro: "Da perspectiva do financiamento, a emissão de DRs nos níveis I e II não implica captação de recursos novos para as empresas, pois é feita a partir de ações já em circulação no mercado secundário. Somente no nível III e Regra 144A, nos quais se exigem informações bastante detalhadas sobre as empresas, pode o DR representar a emissão primária de ações em, portanto, financiamento adicional. Esse instrumento tem sido utilizado principalmente pelas grandes empresas – cerca de 50 – com destaque para as antigas estatais da área elétrica e de telecomunicações. Mais ainda, se concentraram no nível I e II e, portanto, ainda não constituem uma fonte importante de financiamento para as empresas". CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 269.

[719] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 218.

[720] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 91-92.

[721] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**, op. cit., p. 229.

[722] Ibid., p. 206.

liberdade de entrada e saída de capitais, aumentou a vulnerabilidade externa do país, pois condicionou a pujança do mercado aos ciclos de liquidez internacionais.[723]

A expansão do mercado acionário, por outro lado, de acordo com os números analisados por Hermann, indicam que o acesso ampliado não abarcou as empresas de pequeno ou médio porte, devendo ser questionado o caráter da democratização desse alegado "desenvolvimento", pois concentrado em vultosas operações, típicas de empresas de grande porte. A concentração em grandes empresas é considerada como um indicativo do baixo desenvolvimento do mercado para os fins propostos.[724]

Seguindo a linha de raciocínio que confronta os aspectos quantitativos e qualitativos referente ao mercado acionário, assim expõe Ricardo Carneiro:

> (...) embora o volume de negócios da principal bolsa brasileira tenha crescido 40 vezes em termos nominais no período de maior expansão entre 1991 e 1997 e o valor de mercado das empresas tenha se multiplicado por seis no mesmo período, isso foi insuficiente para dinamizar o mercado acionário. A maior razão parece ser, sem dúvida, a concentração dos negócios em algumas poucas empresas, as estatais privatizáveis ou privatizadas (...). Essa concentração em torno de algumas empresas é ainda maior no caso dos investimentos de portfólio estrangeiros. A concentração do mercado acionário em torno de poucas empresas não foi modificada pelo investimento estrangeiro de portfólio.[725]

Sobre a insuficiência da abertura financeira para a funcionalidade do mercado de capitais, pontuam Freitas e Prates:

> Assim, ao contrário do defendido por vários autores, o mercado primário de ações não foi estimulado pela dinamização das bolsas de valores associada à abertura financeira e pela possibilidade de participação direta desses investidores nesse mercado. O mercado acionário brasileiro continua sendo uma fonte marginal de financiamento para as empresas brasileiras. Excluída a chamada de capital do Banco do Brasil, o volume de emissões entre 1994 e 2000 foi de apenas US$ 13,6 bilhões, dos quais a maior parte constituiu captação de recursos pelas empresas estatais. Os lançamentos de ações das empresas privadas tiveram como principal estímulo a captação de recursos no mercado internacional através de ADRs Nível III (caso da Aracruz, Multicanal e do grupo Pão de Açúcar). Na realidade, como a demanda dos investidores locais por ações permaneceu pequena, as operações de maior porte só se tornaram viáveis com a participação de investidores estrangeiros, através de ADRs. Algumas emissões primárias também foram seguidas por lançamentos de ADR Nível I. Vale ressaltar que apesar do mercado de ADR constituir uma opção de financiamento para as grandes empresas, o vazamento das transações para as bolsas de valores americanas reduz ainda mais a liquidez das

[723] "Além de um traço típico de mercados pouco desenvolvidos, este é um fator de vulnerabilidade que inibe tanto a emissão de ações pelas empresas quanto sua aquisição pelos investidores, especialmente os de menor porte, face à permanente ameaça de desvalorizações abruptas dos papéis, diante de reveses no mercado internacional". HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010, p. 272.
[724] Ibid., p. 272.
[725] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 285-286.

> ações das empresas de segunda e terceira linha e, assim, as possibilidades de captação de recursos mediante emissão primária de ações, pois tais empresas não têm acesso ao mercado de ADR.[726]

Jennifer Hermann também chama a atenção para a cautela referente ao suposto desenvolvimento do mercado de capitais no período.[727] Para a autora, em que pese a política financeira que lhe foi favorável durante todo o tempo, as emissões primárias exibiram um comportamento excessivamente instável durante a década de 1990, sendo modificadas a cada oscilação no cenário macroeconômico nacional ou estrangeiro, o que faz inibir o desenvolvimento do mercado. Além disso, pactuando da mesma opinião dos autores supracitados, Hermann enfatiza que o grande número de investidores estrangeiros situados no mercado secundário pode se tornar um problema, pois exercem grande influência nos volumes negociados e na liquidez dos ativos, levando a um nível elevado de vulnerabilidade externa, o que foi facilmente perceptível ante o fato de que as fases de expansão e retração do mercado de capitais foram "ditadas pelos movimentos do capital externo".[728,729]

A participação dos investidores estrangeiros com tanta ênfase como foi a observada no Brasil durante o período também foi considerada prejudicial à medida que, ao dominar o dinamismo interno das finanças, tais capitais também imprimiram as características a eles atribuídas no próprio mercado internacional: seu caráter de busca de rendimento de curto prazo e especulativo.[730]

---

[726] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 92.

[727] "Diante disso, a ascensão de speculative para investment grade teria sim importância, quanto ao grau e às condições desse acesso, mas nem de longe superaria a distância que nos separa dos países desenvolvidos – a menos que este evento arbitrário consiga apagar as complexas diferenças históricas e estruturais que justificam o posicionamento na hierarquia de moedas". BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 189.

[728] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 286.

[729] Também segundo Biancarelli: "E é com essa segunda característica que os resultados aqui mais dialogam: o comportamento da situação financeira externa da economia brasileira guardou, no período analisado, íntima relação com os dois ciclos de liquidez acima descritos. Ou seja, parece muito claro que são as condições externas de financiamento que condicionaram (em alguns casos determinaram), em várias dimensões, a situação das nossas contas externas e, com elas, parte importante das possibilidades de desenvolvimento. Essa idéia geral – e que não representa, rigorosamente, nenhuma novidade histórica – guarda uma série de aspectos específicos, detalhados a seguir, primeiro em relação aos fluxos do balanço de pagamentos, e posteriormente na sua interação com os estoques". BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**, op. cit., p. 171.

[730] Para David Harvey: "Há também, como até os defensores do livre comércio admitem prontamente, uma imensa diferença entre liberdade de mercado em mercadorias e liberdade de movimentação do capital financeiro. Isso evoca de imediato o problema de que tipo de liberdade de mercado é objeto de referência. Alguns, como Bhagwati, defendem acirradamente o livre comércio de mercadorias, mas resistem à ideia de

A melhora no diagnóstico e expansão explosiva do mercado de capitais, segundo Biancarelli, "parece apontar, claramente, os limites da contribuição que o mercado de capitais pode dar ao dinamismo daquilo que se costuma chamar de 'economia real'" e para a reafirmação "na direção oposta à retórica da 'revolução em curso' – características perversas do capitalismo brasileiro (sintetizadas no alto dinamismo da esfera patrimonial, sem grandes consequências para as variáveis reais), já presentes desde que o rumo foi perdido, já há muito tempo"[731].

De um modo geral, portanto, o sistema financeiro nacional, após mais de uma década das políticas de abertura e liberalização, permaneceu com a "atrofia do financiamento doméstico de longo prazo", restrita à atuação do BNDES, e extremamente dependente dos recursos externos, o que contribuiu para a fragilidade das contas e inadimplência das empresas em período de reversão do quadro internacional[732], não superando, portanto, as

que isso seja necessariamente bom no caso dos fluxos financeiros. A dificuldade reside no seguinte: de um lado, os fluxos de crédito são vitais para os investimentos produtivos e as realocações de capital de uma linha de produção ou lugar para outra. Eles também têm importante papel em levar as necessidades de consumo (de habitação, por exemplo) a uma relação potencialmente equilibrada com atividades produtivas num mundo espacialmente desagregado marcado por superávits num espaço e déficits em outro. Em todos esses aspectos, o sistema financeiro (com ou sem envolvimento do Estado) é fundamental para coordenar a dinâmica de acumulação do capital. Mas o capital financeiro também abriga muita atividade improdutiva em que o dinheiro é usado apenas para ganhar mais dinheiro por meio da especulação com mercados de futuros, com valores monetários, dívidas e assim por diante. Quando enormes quantidades de capital se tornam disponíveis para esses propósitos, os mercados abertos de capital se tornam veículos de atividades especulativas, algumas das quais, como vimos durante a década de 1990 com as "bolhas" das empresas virtuais e do mercado de ações, se tornam profecias autorrealizadoras, como foi o caso quando os fundos de derivativos, arcados com trilhões de dólares de dinheiro levantado em empréstimos, puderam empurrar a Indonésia e até a Coréia rumo à falência por mais forte que fosse a economia de base desses países. Muito do que acontece em Wall Street nada tem a ver com facilitar o investimento em atividades produtivas; são apenas ações especulativas (donde suas descrições como um "cassino" [ciranda financeira] ou um capitalismo de "rapina"). Mas essa atividade tem profundos impactos na dinâmica geral da acumulação do capital e, de modo mais específico, na recentração do poder político econômico primordialmente nos Estados Unidos, mas também nos mercados financeiros de outros países nucleares (Tóquio, Londres, Frankfurt)". HARVEY, David. **O novo imperialismo**. 8a ed. São Paulo: Edições Loyola, 2014, p. 110-111.

[731] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 232.

[732] CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002, p. 290; FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. **A abertura financeira no governo FHC**: impactos e consequências. Revista Economia e Sociedade, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 104.

restrições quanto ao financiamento e à vulnerabilidade externa[733], gerando, esta última, fortes constrangimentos às políticas macroeconômicas regionais[734].

Os benefícios urgidos pela apologia aos investimentos estrangeiros de portfólio, pelo aumento da presença de estrangeiros no setor financeiro e o afastamento do Estado do financiamento à produção, do direcionamento do crédito e do controle da taxa de juros, não se concretizaram e, pelo contrário, geraram efeitos deletérios à estrutura financeira e de atuação política do país.[735]

A abertura para os investimentos estrangeiros de portfólio não dinamizou o mercado de ações e os recursos captados pelos bancos "não alteraram de forma significativa o *funding* do sistema bancário; pelo contrário, foram canalizados, sobretudo, para operações de arbitragem com títulos públicos"[736]. Também a presença dos bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico não contribuiu para o alongamento dos prazos dos créditos concedidos, nem para a diminuição dos seus custos. Com o objetivo natural de ampliar suas receitas, as instituições estrangeiras não iriam se privar de ampliá-las e não restringiriam suas atividades para aquelas em que correriam o risco de diminuí-las, como o financiamento a longo prazo. Os bancos nacionais, por sua vez, num ambiente pouco favorável à concessão de crédito, aliado a uma política de juros elevados, foram "empurrados" para as operações no mercado de capitais, demonstrando a tendência forçada à desintermediação financeira.[737] E quando a faziam – a concessão de crédito – cobravam *spread* exorbitante, levando o Brasil,

[733] "Mas, em contrapartida, contribuiu para o aumento da vulnerabilidade externa do país ao estimular o crescimento da dívida externa securitizada e dos investimentos de portfólio, que compõem (ao lado da dívida externa bancária e do estoque de IED) o passivo externo bruto da economia brasileira. Esse passivo, por sua vez, gera um fluxo permanente de remessas de serviços fatores (juros e lucros e dividendos), que se tornaram o principal componente do elevado déficit em conta corrente do país. Ademais, como o aumento da participação estrangeira no sistema financeiro doméstico também contribuiu para a elevação dos estoques de investimentos externos diretos, esta dimensão da abertura financeira poderá, igualmente, ter efeitos negativos sobre o balanço de pagamentos. Entretanto, a ausência de informações desagregadas sobre a remessa de lucros não permite que se estabeleça uma relação direta entre o aumento da internacionalização bancária e a vulnerabilidade externa". FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 105.
[734] Ibid., p. 81.
[735] Ibid., p. 84.
[736] Ibid., p. 104.
[737] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 285.

no ano de 2004, ao 3º maior *spread* cobrado entre as economias periféricas.[738] Segundo Biancarelli:

> (...) o retrato do sistema financeiro brasileiro também é pouco alentador. Não se discute a sua sofisticação nem a sua complexidade (em termos de produtos e mercados existentes); tampouco se questiona o cumprimento dos seus papéis no sistema de pagamentos. A despeito destas inegáveis qualidades, parecem claras as suas deficiências quando exposto ao contraste com outras economias emergentes: relativamente pouco desenvolvido; ligeiramente menos "livre" do que a média mas longe de ser "reprimido"; com valores baixos e equilibrados para a profundidade do mercado de crédito e de capitais; este pequeno e pouco líquido como a maioria dos casos (com destaque apenas para o mercado de títulos públicos); aquele com graus intermediários de concentração, estatização (e internacionalização) mas marcado essencialmente pela ineficiência. É sobre esta situação estrutural do sistema financeiro que incidem as oscilações cíclicas da liquidez internacional (...).[739]

Foram, portanto, removidos os entraves que até então obstavam a formação de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil, que eram a restrição de entrada e saída de capital externo e a alta inflação. No entanto, permaneceu a modéstia do setor financeiro nessa questão.[740] Além disso, mesmo com o cumprimento das metas de inflação e de superávit primário, os juros reais foram mantidos elevados e a relação dívida pública/PIB, que supostamente teria sido resolvida, passou a se elevar continuamente.

Com a manutenção da política econômica com base nas altas taxas de juros para sustentar o financiamento externo e o incessante refinanciamento da dívida pública mobiliária, e na ausência de uma política financeira capaz de direcionar o sistema doméstico para o alongamento dos prazos – o que destoa por completo da política de abertura e liberalização financeiras –, as fontes de financiamento continuaram inócuas ao desenvolvimento econômico. Segundo Jennifer Hermann:

> O modelo de liberalização financeira ergue-se sobre dois pilares de política econômica: uma política financeira estrito senso, voltada para a desregulamentação e abertura do sistema financeiro; e uma política macroeconômica "de apoio", pautada pelo equilíbrio monetário e fiscal como objetivos centrais. Idealmente, esse modelo deveria promover o desenvolvimento econômico e financeiro, liderado pelo setor privado.
> (...).
> Uma importante lição da experiência brasileira refere-se ao perfil de ambiente macroeconômico capaz de estimular o desenvolvimento financeiro. No modelo de liberalização, prevê-se que um ambiente de estabilidade monetária e fiscal é a condição necessária e suficiente para isto, desde que aliada à política financeira

[738] BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 132.
[739] Ibid., p. 151-152.
[740] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 284-286.

> "adequada". A análise do caso brasileiro mostra que, embora necessária, esta condição está longe de ser suficiente. A julgar pela longevidade do modelo "completo" no Brasil, com cerca de vinte anos de liberalização, mais de dez anos de estabilidade monetária e quase o mesmo de ajuste fiscal (até 2006), já deveriam ser visíveis seus efeitos benéficos para o SFB.[741]

O "fato óbvio" de que as medidas sugeridas não haviam sido elaboradas com o fim de sua adequação às necessidades latino-americanas[742], economias marcadas pelo subdesenvolvimento, com sistemas financeiros com formação e níveis de desenvolvimento distintos, e que, também obviamente, a integração financeira entre os países centrais e as economias periféricas não teriam o mesmo e "benéfico" efeito que o intercâmbio entre nações com desenvolvimento econômico similar, não nos parece ter sido um acaso de uma política econômica mal conduzida. Pelo contrário, parece-nos que ela chegou justamente onde tinha como fim chegar: à integração do Brasil no movimento de autonomia e dominação das finanças.

O sistema financeiro, definitivamente, largado como o foi e amparado pela política macroeconômica empreendida pelo governo, não seria, por si, o condutor de uma

[741] HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010., p. 284-286.

[742] "Em relação a estas, na prática e em meio à onda otimista, os dois grandes pré-requisitos necessários para a atração dos fluxos são a liberdade de entrada e saída (garantida pelos processos de abertura) e um elevado diferencial de remuneração – associado tanto ao patamar das taxas de juros quanto às perspectivas de valorização dos ativos. Talvez não haja melhor exemplo desse predomínio de fatores externos e da importância subordinada das condições domésticas, naquele momento, do que a situação brasileira. Como será visto na segunda parte do capítulo, o "momento da virada" no financiamento externo para o país, puxado pelas aplicações de portfólio, é a passagem de 1991 para 1992; naquela conjuntura, os "fundamentos" do país, em sentido amplo, eram bastante questionáveis: crescimento baixo ou negativo, inflação elevadíssima e histórico recente de experiências heterodoxas na gestão macroeconômica, crise política que levaria à deposição do presidente comprometido com as reformas liberalizantes, e impasses na renegociação da dívida externa (que só seria concluída em 1994). Mas o arrocho monetário que garantia o diferencial de rendimentos, e os avanços decisivos na abertura financeira (comentados na próxima seção) já haviam sido providenciados. Em suma, o money chasing yield acaba passando por cima da diversidade dos fatores domésticos, e por isso os ciclos são em essência determinados de fora, ainda que haja interações com as condições locais". BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007, p. 163.

política financeira voltada para o desenvolvimento.[743] Os fins que, em tese, eram perseguidos pelos teóricos da neutralidade, não surtiram os efeitos desejados.[744]

A abertura e liberalização, aliadas à manutenção de altas taxas de juros, que além de aumentarem o volume da dívida pública encarem o custo do crédito, consolida uma condição perversa das economias periféricas: a da desfuncionalidade de seus sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico.[745]

Para Studart, as reformas empreendidas no início dos anos 1960 foram a única "tentativa sistemática de recriar uma nova estrutura financeira doméstica mais adequada a uma economia industrializada, na qual os componentes mais dinâmicos do crescimento (...) requerem prazo de financiamento mais longos"[746]. No que se refere à década de 1990, o autor destaca que, nunca, nos últimos 50 anos, "os fluxos de capital para o Brasil estiveram tão divorciados do investimento e crescimento no Brasil"[747].

Numa economia periférica, contrariamente ao que foi observado na década de 1990, a potencialização do sistema financeiro deveria ter sido operacionalizada de uma forma completamente diversa, com a intervenção do Estado por meio de políticas diretas e centradas no direcionamento do crédito para setores estratégicos da economia, e que não

---

[743] "Por lo mismo, dentro de esa concepción no sería dable esperar que correspondan al sector financiero deberes como los de corregir las características intrínsecas de un determinado 'patrón de desarrollo', modificar la asignación de los recursos reales en determinada dirección y ni siquiera incrementar la tasa real de inversión. (...). Naturalmente, es posible concebir una funcionalidad 'desarrollista' que, en lo principal, signifique que el sistema financiero asume un rol activo en la asignación de recursos. Este tipo de funcionalidad del aparato de intermediación promueve una canalización de los recursos diferente de la que tiene lugar en una de carácter 'neutro', pues los dirige hacia fines calificados como prioritarios a causa del efecto que tienen en la aceleración del desarrollo económico y social. Estos fines serán distintos, en alta proporción, a aquellos regidos por el criterio de rentabilidad privada." CEPAL. **La intermediacion financiera en America Latina**. Chile, 1971, p. 9.

[744] FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001, p. 108.

[745] "(...) um sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento econômico quando ele expande o uso dos recursos existentes no processo de desenvolvimento econômico com o mínimo possível de aumento de fragilidade financeira e outros desequilíbrios que podem impedir o processo de crescimento por razões puramente financeiras. A funcionalidade tem duas dimensões distintas: uma diz respeito à estabilidade do sistema financeiro e outra está relacionada à alocação de recursos reais. A primeira é a dimensão macroeconômica, a segunda, a microeconômica". STUDART, Rogério. **Investment finance in economic development**. Londres: Routledge, 1995, p. 64. A questão da funcionalidade do sistema financeiro ao desenvolvimento é fruto de uma ampla discussão doutrinária. Para um balanço sobre a discussão, além da citada obra de Studart, conferir o livro de Luiz Fernando de Paula "Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia", além dos trabalhos de Jennifer Hermann (HERMANN, Jennifer. Restricciones financieras del desarrollo económico: teoría y políticas para los países en desarrollo. **Revista Cepal**, n. 114, dez. 2014); CARVALHO, Fernando J. Cardim. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. **Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14**. Brasília: CEPAL/IPEA, 2010; e CEPAL. **La intermediacion financiera en America Latina**, op. cit.

[746] STUDART, Rogério. O financiamento do desenvolvimento. In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 350.

[747] Ibid., p. 349.

fossem restritas à atuação do banco nacional de desenvolvimento, mas que se estendessem às instituições financeiras privadas, com programas de crédito dirigido e imposição de barreiras regulamentares para atenuar as fragilidades financeiras.[748]

De acordo com Rogério Studart[749], para adequar o sistema financeiro aos fins do desenvolvimento econômico, deve haver uma política financeira aliada ao desenvolvimento institucional. A política financeira deve ter em conta que, numa economia em expansão, as instituições financeiras privadas tendem a obter rendimentos basicamente por meio de financiamento de curto prazo, não havendo estímulos de índole competitiva para que se insiram em outros ramos do mercado, como o fornecimento de crédito a longo prazo. Assim, as empresas têm que recorrer ao crédito de curto prazo, autofinanciamento ou endividamento externo para prosseguir com seus projetos de investimento. O autor também enfatiza ser ingênua a concepção de que a liberalização financeira e taxas reais de juros positivas sejam suficientes para solucionar o problema do financiamento brasileiro, podendo inclusive impedir a própria resolução do problema. Assim, "num sistema baseado em crédito, os tetos sobre as taxas de juros podem ser mecanismos racionais para evitar a instabilidade financeira". Além disso, os mercados de capitais em países periféricos tendem a ser altamente especulativos e manipulados por alguns poucos e grandes agentes, fazendo da desregulamentação um possível empecilho para o seu desenvolvimento:

> Finalmente, é importante lembrar que em países onde os mercados financeiros não se desenvolveram suficientemente para suportar um crescimento financeiro estável, estruturas compensatórias foram criadas – como, por exemplo, um forte comprometimento da parte de bancos privados (por exemplo os bancos universais alemães), o desenvolvimento de conglomerados financeiros/empresariais (por exemplo os conglomerados financeiros/empresariais japoneses) ou intervenção governamental incisiva como a criação de bancos de desenvolvimento e o uso de mecanismo de crédito seletivo regulado (por exemplo o caso da Coréia do Sul). Parece que países subdesenvolvidos, e talvez agências de desenvolvimento multilaterais, têm mais a aprender com essas experiências do que com o paradigma de uma estrutural financeira eficiente baseada no mercado de capitais.[750]

As "finanças industrializantes"[751], e aqui se utilizando do termo cunhado por José Carlos de Sousa Braga, têm de estar acompanhadas, por sua vez, de uma política

---

[748] HERMANN, Jennifer. Restricciones financieras del desarrollo económico: teoría y políticas para los países en desarrollo. **Revista Cepal**, n. 114, dez. 2014.
[749] STUDART, Rogério. **Investment finance in economic development**. Londres: Routledge, 1995, p. 176-177.
[750] Ibid., p. 176-177.
[751] "Finanças industrializantes são as que têm compromisso com o processo de desenvolvimento do país. São finanças baseadas em sistemas financeiros, em relações entre bancos e indústrias que permitem a existência de financiamento de curto, médio e longo prazos, compatíveis, portanto, com a ampliação da produção, de investimentos em inovações tecnológicas, em infraestrutura e com a resolução de questões sociais". BRAGA,

estratégica de desenvolvimento para assim adequar o sistema financeiro aos interesses da sociedade. Sem uma política de longo prazo que alie ambos os interesses, também o sistema financeiro padece de disfuncionalidade.

Cabe aqui relembrar a afirmação de Fiori, ainda em 1985, que já enfatizava o caráter distorcido do sistema de financiamento no Brasil pautado no endividamento externo e na predação interna, que se distanciava de "todos os demais estudados por Zysman"[752] ou, na insistência das autoridades e economistas ortodoxos, como levantava Maria da Conceição Tavares no início da década de 1970, sobre os benefícios do "apologético" mercado de capitais[753].

O processo de financeirização pelo qual passou o Brasil agudizou e realçou esse problema – antes justificado pelas formas precárias de captação e distribuição e pelos altos níveis inflacionários –, pois coloca como fim precípuo e premissa básica de autovalorização o distanciamento da esfera financeira da produtiva, alçando, ainda, o setor financeiro ao domínio da forma política. Como pontua Bresser-Pereira:

> Antes de tentar responder a esta questão [por que o sistema financeiro tornou-se tão poderoso?] preciso justificá-la, porque certamente haverá aqueles que dirão que a pergunta está errada: que o sistema financeiro sempre foi politicamente poderoso. Suponho, porém, que a maioria das pessoas que partilharem dessa opinião serão jovens, e não tiveram a experiência de um setor financeiro menos poderoso. Certamente será possível obter evidências mais fortes para o que estou afirmando do que as da memória dos mais velhos. Uma consulta sistemática aos jornais de hoje e de 50 anos atrás certamente comprovaria minha hipótese. Aqui, apresento apenas dois fatos a favor dela. Quem ler os discursos do presidente Franklin Delano Roosevelt nos anos 1930 ficará impressionado com a violência da sua crítica ao sistema e a seus dirigentes. E, no entanto, ele continuou a ser reeleito.[754]

Toda essa situação reforça a hipótese levantada por Pierre Salama sobre o modo de inserção das economias latino-americanas na dinâmica da mundialização financeira. Numa situação que já não era favorável em termos de funcionalidade do sistema financeiro,

---

José Carlos de Souza. Finanças industrializantes: as condições para um novo desenvolvimento nos anos 90. **Economia-Ensaios**, Uberlândia, v. 8, n.1, dez. 1993, p. 73.

[752] FIORI, José Luís. **Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira**. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1988, p. 185.

[753] TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre a economia brasileira. 10. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1982, p. 233.

[754] BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Por que o sistema financeiro tornou-se tão poderoso?**. Corecon-RJ, Jornal dos Economistas, março 2016, p. 6. Disponível em: http://www.bresserpereira.org.br/papers/2016/315-Poder-sistema-financeiro-J-Economista.pdf. Acesso em: 20 out. 2018.

ou seja, de relação de complementariedade entre o capital financeiro e o produtivo[755], a abertura e liberalização financeiras afastaram ainda mais ambas as categorias.

Some-se a isso a política implementada no Plano Real e consolidada após a estabilização monetária, de manutenção de altas taxas de juros injustificáveis, às expensas do erário público, que contribuíram não só para remunerar o capital financeiro internacional, mas para enriquecer ainda mais os banqueiros nacionais e estrangeiros que mantiveram em suas carteiras enorme quantidade de títulos públicos, sem que para isso lhes fossem exigidas quaisquer contrapartidas relevantes ao interesse nacional.

Ao analisar a inserção das economias latino-americanas na dinâmica da financeirização, Salama destaca a peculiaridade dessa integração:

> O setor financeiro parece então se tornar autônomo do setor produtivo. Como Janus, as finanças têm duas faces: um lado virtuoso quando facilita a acumulação e um lado parasitário quando se efetiva em seu próprio detrimento. Essas duas faces coexistem, uma superando a outra, conforme os períodos e o ambiente macroeconômico (distribuição de renda, tipos de inserção na economia mundial, relação com as economias desenvolvidas e mercados financeiros internacionais). Quando o lado virtuoso supera o lado parasitário, as atividades financeiras podem ser entendidas como as atividades comerciais analisadas por Marx: elas são "indiretamente produtivas". O desenvolvimento das finanças é então mais virtuoso gerando um aumento dos patrimônios fictícios quando o crescimento da capitalização em bolsa é importante: o aumento desses patrimônios fictícios aumenta a propensão a consumir dos rendimentos domésticos e oferece, em decorrência, um campo suplementar para a valorização do capital produtivo. A taxa de investimento aumenta e com ela o endividamento, facilitado pela alta de valores retidos pelas empresas e o aumento da respectiva capitalização em bolsa. (...). Não é este caso que caracteriza os anos 80 na América Latina. Longe de serem 'virtuosas', as finanças se tornam 'viciosas, perversas'. Secretam rendas, acentuam desigualdades entre rendimentos de capital e de trabalho, minam a acumulação, limitam a geração de empregos e favorecem o desenvolvimento de uma sociedade de exclusão. (...). O peso crescente das finanças não provém tanto de uma complexificação da economia, como nos países desenvolvidos, mas de uma sujeição externa da qual o serviço da dívida externa é a manifestação. Nesse

[755] A perda de funcionalidade dos seguros e resseguros, setores integrantes do sistema financeiro nacional, de acordo com Ernesto Tzirulnik, não ficaram imunes aos efeitos da financeirização e sua progressiva desfuncionalidade ao desenvolvimento foi observada durante o período: "Essa experiência, duradoura e poliédrica, permitiu identificar que a hegemonia das instituições financeiras, entre as quais se encontram as seguradoras e resseguradoras, produziu efeitos negativos não apenas nos conteúdos dos chamados 'seguros de massa', mas, principalmente, nos 'seguros vultosos'. (...). Pude vivenciar a contínua e acentuada perda de conteúdo dos seguros, especialmente os de danos, fenômeno iniciado após o declínio do monopólio brasileiro do resseguro e, contraditoriamente, no momento em que a política governamental priorizava as obras de infraestrutura, a produção energética etc., mostrando-se essenciais os seguros de riscos de engenharia e os seguros de riscos operacionais em geral. Portanto, o próprio Estado sofria os efeitos da desestatização. (...). Prevalece o interesse na crescente rentabilidade sobre o objetivo de prestar serviços amoldados à dignidade humana e condizentes com a funcionalidade social e econômica capaz de ser exercida por meio dos seguros. É o rentismo moldando partículas da atividade econômica em prejuízo dela própria. A busca de resultados financeiros imediatos deprime o conteúdo dos seguros e faz prosperarem políticas que não convergem com os interesses dos segurados, beneficiários e da sociedade em geral. Isso vem estimulando a priorização de seguros sem ou com inexpressiva funcionalidade social em detrimento daqueles que são mais relevantes para o país". TZIRULNIK, Ernesto. **Seguro de riscos de engenharia: instrumento do desenvolvimento**. São Paulo: Editora Roncarati, 2015, p. 20-24.

> contexto, os bancos não desempenham mais o papel de intermediários das empresas, mas do Estado, subscrevendo títulos de sua dívida interna, altamente lucrativos, e disponibilizando-os aos lares e às empresas, ao invés de oferecer crédito às empresas, menos lucrativo mas com taxas de juros elevadas e voláteis. (...). Num nível macroeconômico, os lucros crescentes do setor financeiro, cada vez menos gerados por uma melhoria da base produtiva (diminuição da taxa de investimento, envelhecimento rápido), são cada vez mais produzidos por uma diminuição do salário real. (...). Nos anos 90, por razões diferentes das que tratamos, as finanças desenvolvem também os aspectos parasitários e não chegam a adquirir sustentavelmente os aspectos 'virtuosos' que poderiam ter, os quais são menos importantes que na 'década perdida' dos anos 80. A taxa de investimentos aumenta muito pouco e permanece reduzida se comparada à das economias asiáticas. As sujeições macroeconômicas se 'deslocam': o serviço da dívida encontra outras soluções e produz outros efeitos sobre o crescimento, o aumento dos preços, a distribuição de rendas. A dependência financeira macroeconômica, característica dos regimes de crescimento nascentes ao final da crise inflacionista, alimenta o comportamento rentista da maioria dos empreendedores: as taxas de investimento aumentam pouco e a economia se inscreve numa "lógica de economia cassino". (...). As economias latino-americanas se situam em um caso intermediário, entretanto mais próximas do círculo vicioso que do virtuoso com duas particularidades que as distinguem dos países desenvolvidos: os produtos financeiros e a moeda. Os produtos financeiros são, sobretudo, emitidos pelo governo, a fim de prover o déficit de seu orçamento e assegurar o financiamento dos serviços das dívidas interna e externa. Poucos produtos financeiros são emitidos por empresas, sejam obrigações ou ações, cuja moeda não é uma divisa-chave, e o reembolso dos empréstimos está ligado à capacidade dessas empresas de dispor da moeda dos países dominantes. Pode-se desde já tirar uma conclusão simples: a dependência financeira concerne, sobretudo, aos Estados e secundariamente às empresas.[756]

Becker, Jager, Leubolt e Weissenbacher, baseados na concepção de que não apenas existe um "tipo de financeirização", corroboram os traços distintivos do processo de financeirização incorporado pelas economias periféricas. Quando esses países adotam as premissas do regime de acumulação financeirizado, não há uma cópia exata da estrutura institucional daqueles países centrais que possuem a forma mais avançada da financeirização[757], tal qual analisada por François Chesnais nos seus principais trabalhos, em que a autonomização relativa e dominação da forma financeira se dão no seio da própria estrutura empresarial.

Nesses países, a financeirização depende incisivamente dos fluxos de capital estrangeiro atraídos por políticas econômicas que sirvam para atrai-los: taxa de câmbio rígida e supervalorizada e altas taxas de juros sustentadas pelo Banco Central. A luta pela inflação é levantada, pelas classes sociais que se beneficiam dessa dinâmica, como uma

[756] SALAMA, Pierre. América Latina, dívidas e dependência financeira do Estado. **Revista de Ciências Sociais**. v. 36, n. 1/2, 2005, p. 19-27.
[757] BECKER, Joachim et. al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition and change**. v. 14, n. 3–4, December, 2010, 225–47, p. 228.

legitimação para tais políticas. As contradições desse processo se materializam na deterioração da capacidade produtiva e da conta corrente, que possui uma crescente dependência da entrada de recursos estrangeiros.[758] Seu impacto sobre o investimento produtivo, portanto, torna-se negativo.

Especificamente no caso do Brasil, sua inserção na dinâmica da finança mundializada o transforma, por meio da abertura financeira, em plataforma de valorização e, no âmbito interno, subordina a atuação estatal à lógica da autonomia e dominação das finanças: a financeirização baseada no capital remunerado por altas taxas de juros é protagonizada pelos bancos e chancelada pelo Estado, tornando a esfera financeira, por conseguinte, cada vez mais afastada da esfera real e, ao mesmo tempo, com lucros cada vez mais exorbitantes e com forte influência nas decisões políticas.[759] Assim é que, segundo Leda Paulani, "essa forma de inserção da economia brasileira na economia mundial foi fortalecendo os setores rentistas nacionais e impondo a lógica financeira ao processo doméstico de acumulação"[760].

De uma forma ou de outra, seja na condição de plataforma de valorização financeira frente à dinâmica internacional[761], seja na forma de configuração institucional interna, o sistema financeiro nacional se consolida como instrumento incapaz de financiar o

[758] BECKER, Joachim et. al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition and change**. v. 14, n. 3–4, December, 2010, 225–47, p. 229-230.

[759] "Os altos ganhos obtidos pelos bancos nos anos 1980, com exceção de episódios passageiros, se dão de forma cada vez mais independente do financiamento do consumo e da produção, ficando cada vez mais circunscritos à ciranda financeira. A crise do Estado brasileiro e a instabilidade monetária prevalecentes nos anos 1980 e início dos 1990 conformaram um setor bancário cada vez mais orientado para a esfera de valorização da riqueza financeira, pautada na fragilização fiscal do setor público". OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009, p. 142. "Com efeito, o estancamento do processo inflacionário não destruiu a macroestrutura financeira capaz de oferecer aos detentores de riqueza um ativo especialíssimo, com alto rendimento real, liquidez imediata e proteção contra aumentos da taxa de juros, condição que propiciou aos bancos, investidores institucionais e grandes grupos industriais e financeiros a conformação de portfólios ao mesmo tempo líquidos e rentáveis. Institucionalidade que desestimulou, ademais, a estruturação de um sistema financeiro voltado para o financiamento de longo prazo e orientado para a concessão de recursos para o setor produtivo." Ibid., p. 143.

[760] PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**. 23 (66), 2009, p. 34.

[761] Para Maria da Conceição Tavares, "[d]epois de 1990, os países da periferia são obrigados a inverter sua política cambial e a aceitar a absorção de recursos externos de curto prazo, com altas taxas de arbitragem em dólar, em resposta ao excesso de liquidez que se esparrama pelo mundo. A consequência mais importante desse movimento foi, para os países da periferia, transformá-los de exportadores líquidos de recursos em absorvedores forçados de capital financeiro, qualquer que fosse sua situação de balanço de pagamentos ou a sua capacidade real de absorção de poupança para financiar o investimento". TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 102.

desenvolvimento econômico, sendo acompanhado por uma política econômica que valoriza a acumulação financeira em detrimento da acumulação produtiva.

Há, portanto, uma autonomia do capital financeiro perante o capital produtivo, que, numa dimensão mais profunda do que a da dinâmica dos países centrais, (pois neles, minimamente, o setor financeiro cumpre o seu papel de financiador), faz dele um setor altamente lucrativo sem a contrapartida social necessária. É observada, ainda, uma relação de dominação da acumulação financeira quando se tem em conta que a política econômica do governo se volta na direção da valorização dessa forma de capital, enquanto políticas desenvolvimentistas e focadas no planejamento produtivo para fins de geração de emprego e renda são legadas ao segundo plano e, portanto, subordinadas às políticas monetárias e fiscais.

O duplo caráter dessa forma de financeirização acolhida pelos países periféricos traz amplos benefícios para o setor financeiro externo, interno e para os financistas de um modo geral, mas é devastador para todo o restante da população, que, às custas da elevação dos níveis de desemprego, do baixo crescimento econômico, da desindustrialização, do aumento progressivo da desigualdade de renda, fazem crescer os cofres daqueles pouquíssimos que se beneficiam dessa dinâmica.

O Estado, dominado pela lógica financeira e pelas classes sociais beneficiadas[762], propulsiona todo esse movimento a despeito de seu caráter autodestrutivo. Segundo David Harvey:

> O Estado constitui a entidade política, o corpo político, mais capaz de orquestrar arranjos institucionais e manipular as forças moleculares de acumulação do capital para preservar o padrão de assimetrias nas trocas mais vantajoso para os interesses capitalistas dominantes que trabalham nesse âmbito.
> (...).
> A crer na retórica oficial, o complexo de arranjos institucionais que servem de mediação aos fluxos de capital ao redor do mundo deveria estar voltado para sustentar e promover a reprodução expandida (o crescimento), evitar toda tendência de crise e tratar seriamente do problema da redução da pobreza. Mas, se o projeto fracassar, sempre é possível buscar-se a acumulação por outros meios.

[762] Para Gilberto Bercovici, "A primazia da política sobre a economia pode ser evidenciada até mesmo nas políticas de ajuste estrutural ortodoxo, como a liberalização de mercados e a privatização de empresas estatais. A adoção deste tipo de medida não configura uma racionalização da política econômica ou uma adoção de fundamentos teóricos rigorosamente científicos e, portanto, 'neutros' ou 'técnicos', mas a implementação de uma decisão de natureza político-ideológica, que conseguiu prevalecer sobre outras concepções também políticas. O funcionamento do sistema econômico é estruturado pela vontade política que cria determinadas normas jurídicas que asseguram a atuação do Estado e do setor privado em determinada direção, com características definidas ou sob certos limites. Não por acaso, o mercado não é apenas uma instituição econômica, mas, essencialmente, uma instituição jurídica". BERCOVICI, Gilberto. **Petróleo, recursos minerais e apropriação do excedente: a soberania econômica na Constituição de 1988**. Tese (Professor Titular). Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – Área de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010, p. 271.

> Tal como a guerra com relação à diplomacia, a intervenção do capital financeiro com o apoio do poder do Estado equivale com frequência à acumulação por outros meios. Uma diabólica aliança entre os poderes do Estado e os aspectos predatórios do capital financeiro forma as garras de um "capitalismo de rapina" que tem tanto de práticas canibais e desvalorizações forçadas quanto tem de alcançar o desenvolvimento global harmonioso. Como, porém, devemos interpretar esses "outros meios" de acumulação?

A era neoliberal, que propaga a ideia de distanciamento do Estado, pelo contrário, aproximou-o ainda mais. O capital financeiro, como levantado por Hobson e Hilferding[763], necessita essencialmente da forma política para disseminar seus interesses, assim como qualquer outra classe social.

O domínio do Estado pelos financistas – aqueles que procuram se beneficiar dos rendimentos proporcionados pela acumulação estritamente financeira, e aí incluímos não apenas o setor financeiro propriamente dito, mas empresas e trabalhadores – tende a trazer danos irreparáveis ao país que assim o acolhe. Desestrutura a produção e o mundo do trabalho. Está-se a observar nos países centrais a conformação de uma classe poderosíssima, que embora reúna estratos extremamente contraditórios entre si e mesmo por reunir todos esses interesses, acaba se tornando imbatível.

As autoridades governamentais brasileiras, até então, optaram por seguir esse mesmo caminho, abandonando a política econômica guiada por fins desenvolvimentistas para satisfazer os interesses da classe financista: "as estruturas institucionais permissivas garantem sua efetivação e constante reprodução no plano da formatação da política econômica, com permanente aval do Estado, independentemente do matiz ideológico do partido que está à frente do executivo federal"[764].

Segundo Wilson Cano:

> Entre 1980 e 1994, o fracasso das políticas anti-inflacionárias e a elevada dimensão da própria inflação, de um lado, e a desorganização do Estado, de outro, fizeram com que agentes públicos, políticos, academia e mídia, concentrassem suas atenções no curto prazo, melhor dizendo, no cotidiano, nos juros, nos preços e no câmbio. O longo prazo foi afastado, reduzindo-se sobremodo o ato de pensar em "objetivos nacionais públicos (ou privados) de longo prazo". Com o Plano Real, isso foi institucionalizado, dado que os grandes objetivos da política econômica eram o de manter baixa a inflação e o do equilíbrio das contas públicas. Como não se preocupava com o longo prazo, o próprio Ministério do Planejamento, antes um dos mais atuantes, foi perdendo espaço, convertendo-se, até hoje, num 'Ministério das Contas Públicas'. O Neoliberalismo, dessa forma, mostrava não ter compromisso com o futuro do país, nem, muito menos, com o de

[763] HARVEY, David. **O novo imperialismo**. 8. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2014, p. 111-113.
[764] PAULANI, Leda Maria. Não há saída sem a reversão da financeirização. **Estudos avançados**. v. 31, n. 89, jan.abr./2017, p. 31.

> sua população. Assim, economia e sociedade também eram obrigadas a diminuir suas expectativas futuras.[765]

Seguindo a mesma linha, Reinaldo Gonçalves:

> Além do impacto negativo sobre o crescimento econômico, essas políticas têm impedido a redução da desigualdade da distribuição pessoal da renda e afetado a distribuição funcional da renda a favor do capital financeiro. O avanço do capital financeiro ocorre em detrimento do capital produtivo e, principalmente, dos trabalhadores. Esse processo é particularmente evidente a partir de 1995. (...).[766]

Os resultados, em números, podem ser observados a seguir.

O saldo da política financeira para as instituições financeiras, durante o período, pode ser resumido nos seguintes números: a rentabilidade dos bancos entre 1995 e 2002 aumentou de 8,5% para 24,5% em razão dos ganhos provenientes da rolagem da dívida pública (operações de tesouraria), de especulação com câmbio e cobrança de altos *spreads*; o total de empréstimos concedidos, entre 1995 e 2002, caiu de 37% para 24%; para os 10 maiores bancos houve um crescimento de 70% no patrimônio, 64% na rentabilidade e 180% no lucro; durante esse mesmo período, o setor não financeiro teve rentabilidade média de 5,6%, elevando-se para 15% quando retiradas as despesas financeiras; os 5 maiores bancos correspondiam, em 1994, por 45,2% dos ativos e 48% dos depósitos; em 2002 correspondiam a 60,2% dos ativos, 69,2% dos depósitos; os 10 maiores concentravam, em 2002, um ativo correspondente a 75,8% e depósitos em 85,9%.[767] Além disso:

> Os juros praticados no Brasil constituem simplesmente um sistema legal de agiotagem, tornado possível pela eliminação do artigo 192 da Constituição que regulamentava o SFN. As taxas de juros para pessoa jurídica são tão escandalosas quanto as para pessoa física, proporcionalmente. (...). Ninguém em sã consciência consegue desenvolver atividades produtivas – criar uma empresa, enfrentar o tempo de entrada no mercado e de equilíbrio de contas – pagando esse tipo de juros. Aqui, o investimento privado e a produção são diretamente atingidos. As grandes empresas têm como negociar juros mais baixos por meio do BNDES, enquanto as multinacionais aproveitam juros abaixo de 5% ao ano no exterior. Mas as pequenas e médias empresas estão condenadas a pegar empréstimos nas agências onde têm suas contas e irão pagar juros surrealistas. (...). Os americanos e europeus se espantam com o *spread* bancário de 35%, um ganho sem precisar se dedicar ao trabalhoso processo de identificar projetos, financiar investimentos,

[765] CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 286.
[766] GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. En publicación: Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales. Basualdo, Eduardo M.; Arceo, Enrique. **CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales**, Buenos Aires. Agosto 2006, p. 208-209.
[767] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 250-254.

> enfim, fazer a lição de casa: usar o dinheiro para dinamizar a economia, em vez de extorquir produtores e consumidores.[768]

Com relação aos dados do setor financeiro comparados ao setor produtivo, tendo-se em conta a rentabilidade média dos 3 maiores bancos privados nacionais, excluindo-se os bancos públicos em razão de sua utilização para fins políticos, e a taxa média de rentabilidade das 500 maiores empresas privadas do país, o setor financeiro teve taxas de lucro positivas em todos os anos do período 1980-2004, enquanto que o capital produtivo teve taxas negativas de lucro em dois anos (1991 e 1999); a taxa média de lucro do setor financeiro caiu de 22,4% (1980-1994) para 19,4% (1995-2004) e do capital produtivo reduziu-se de 8,2% para 5,6%; o diferencial relativo de lucro ("diferença entre taxa de lucro do capital financeiro e do capital produtivo como proporção da taxa de lucro do capital financeiro"[769]) aumentou de 63,3% para 71,3% nesses períodos – "[o]u seja, nos 25 anos desse período, a taxa de lucro média do capital financeiro foi superior à do capital produtivo.[770] Na média, a taxa de lucro do capital financeiro foi cerca de três vezes maior do que a taxa de lucro do capital produtivo".[771] Assim, de acordo com Miguel Bruno:

> Com a liberalização financeira e comercial na década de 1990, novos fatores reforçam a hegemonia financeira às expensas da acumulação produtiva e industrial. A financeirização da economia brasileira estabelece limites estreitos para as ações do Estado, na medida em que o faz priorizar os interesses do capital à custa do social. Nesse sentido, os regimes de crescimento subordinados às finanças são desfavoráveis à formulação de estratégias nacionais de desenvolvimento socioeconômico.[772]

Saindo do contexto de uma das economias mais dinâmicas do mundo entre 1900 e 1980, em todos os anos do período que vai de 1996 a 2004, a taxa de crescimento econômico nacional foi inferior à média mundial, tendo o grau de subdesenvolvimento

---

[768] DOWBOR, Ladislau. O fim da farsa: o fluxo financeiro integrado. In: SOUZA, Jessé; VALIM, Rafael (coords.). **Resgatar o Brasil**. São Paulo: Editora Contracorrente/Boitempo: 2018, p. 57.

[769] GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. In: ARCEO, Henrique et. al. **Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionalies.** Buenos Aires: CLACSO, 2006, p. 217.

[770] "Dessa forma, há o avanço e a consolidação da dominação do capital financeiro no capitalismo brasileiro a partir de 1995. A evidência apresentada nesse trabalho indica a relação de causalidade entre a política macroeconômica e o desempenho medíocre da economia brasileira. O ponto de destaque é que a política de juros reais elevados tem afetado negativamente o crescimento econômico, a acumulação de capital, a geração de emprego e distribuição da renda. Essa relação é particularmente evidente a partir de 1995". Ibid., p. 227.

[771] Ibid., p. 217.

[772] BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017, p. 1058.

brasileiro aumentado, como se verificou no aumento do hiato entre o crescimento doméstico e o do conjunto da economia mundial.[773]

Quanto ao processo de desnacionalização, a participação das transnacionais no total de vendas das 500 maiores empresas aumentou de 31% em 1992 para 45,3% em 2002. A participação relativa das empresas nacionais foi de 42,4% para 37,3% e das estatais de 26,6% para 19,1% - "[o] capital estrangeiro tornou-se, então, o setor dominante no núcleo duro do capital produtivo no Brasil e passou a controlar quase metade da produção nesse núcleo"[774].

A taxa média anual do PIB, entre 1989 e 2002, foi de 1,9%, tendo a indústria da transformação apresentado uma taxa de apenas 0,9% e decaindo sua participação de 22% para 20% do PIB, o que indica um processo de desindustrialização no país[775], gerado em razão da competitividade ensejada pela abertura comercial e da valorização do câmbio.[776] O ínfimo aumento do PIB se deu em razão das exportações de produtos manufaturados e do consumo das famílias decorrente do barateamento das importações.[777]

As reformas de ordem econômica foram centradas na privatização e desestatização das empresas nacionais. Foi extinto o monopólio do Estado sobre a prospecção, exploração e refino do petróleo[778], das telecomunicações, da geração e distribuição de energia. Na opinião de Wilson Cano, o maior prejuízo foi, certamente e de forma deliberada, a "diminuição de controle do Estado sobre setores estratégicos para o

[773] GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. In: ARCEO, Henrique et. al. **Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionalies.** Buenos Aires: CLACSO, 2006, p. 211-213.
[774] Ibid., p. 218.
[775] "(...) a abertura econômica está produzindo um grau de 'desindustrialização' lato sensu que se traduz em menor coeficiente de valor agregado gerado por unidade exportadora, com redução mais do que proporcional do volume de emprego por unidade de produção. Cadeias produtivas inteiras estão sendo rompidas e a 'desubstituição de importações' caminha a pleno vapor, com o correspondente desemprego estrutural". TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998, p. 126.
[776] "Também a qualidade do crescimento industrial recente se deteriorou: a 'taxa medíocre' de expansão da indústria esteve apoiada em um único segmento: bens de consumo duráveis". BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002, p. 386.
[777] CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 281-282.
[778] Sobre o assunto, conferir: BERCOVICI, Gilberto. **Petróleo, recursos minerais e apropriação do excedente: a soberania econômica na Constituição de 1988**. Tese (Professor Titular). Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – Área de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

desenvolvimento nacional" que acarretou na perda de alguns "graus de soberania" no processo decisório nacional.[779]

As privatizações, em continuidade ao programa inaugurado pelo governo Collor, foram expandidas e aceleradas. As justificativas, das mais variadas: obtenção de credibilidade política para atrair capital estrangeiro; crise fiscal, estabilização monetária e equilíbrio monetário – o dinheiro arrecado seria utilizado para compensar os déficits; limitações quanto à manutenção do investimento público necessário, podendo levar ao descaso do Estado em outras áreas prioritárias, como programas sociais; dinamização da economia com, por exemplo, o fortalecimento do mercado de capitais, etc.[780] O mote impulsionador de todo esse processo, evidentemente, foi a absorção das ideias sobre o retorno do Estado mínimo e da ineficiência estatal no trato de suas empresas. Por sua vez, todo o processo foi viabilizado e gerido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).[781]

Entre 1991 e 1998 foram privatizadas 64 empresas dos ramos de siderurgia, petroquímica, fertilizantes, elétrico, ferroviário, mineração, portuário, financeiro e de telecomunicações.[782] O valor direto[783] arrecadado pelo governo federal no processo de desmonte foi de 46,1 bilhões de dólares, equivalente a 1,2% do PIB de 1991 a 1998, quantia irrisória para servir de pagamento da dívida pública, como sugerido pelo Presidente, que, ao fim de 2002 correspondia a 70% do PIB.[784]

Quanto à desnacionalização, estima-se em 43,5% a participação estrangeira na venda das estatais. A aquisição de empresas brasileiras por estrangeiros cresceu 146% entre 1994 e 1998; o estoque de investimentos estrangeiros, que em 1995 correspondia a 6,11% do PIB, passou para 12,34% em 1998.[785]

---

[779] CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 284.
[780] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012, p. 113.
[781] CANO, Wilson. Brasil, op. cit., p. 284.
[782] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**, op. cit., p. 113-116.
[783] Wilson Cano enfatiza que o valor arrecadado pelo governo não chegaria, de fato, se quer a essa cifra, tendo em vista o prejuízo decorrente da conversão dos valores nacionais em dólar pela valorização do câmbio; os valores pagos com as "moedas podres" – "fortemente desvalorizados – mas que foram recebidos por seu valor nominal integral –, que jaziam principalmente em cofres privados, à espera de incautos ou de especuladores profissionais"; a realização de investimentos prévios nas empresas para tornarem-se atrativas aos investidores. CANO, Wilson. Brasil, op. cit., p. 284.
[784] Ibid., p. 284.
[785] FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**, op. cit., p. 113-116.

No âmbito da administração pública, e na direção orquestrada pelo discurso do Estado Mínimo, foram demitidos e afastados funcionários públicos, além de congelados os salários. Foram criadas as Agências Reguladoras Nacionais, cujo propósito seria dotar o Estado de regulação e fiscalização de corpo técnico adequado, que ao fim acabou se tornando justamente o inverso: grandes representantes dos interesses econômicos privados, sem qualquer compromisso com a tecnicidade.

Na Previdência, foi substituído o tempo de serviço pelo tempo de contribuição e os aposentados passaram a pagar contribuição previdenciária; para o setor privado, foram estabelecidas a junção de tempo de contribuição e idade para fins de obtenção de aposentadoria.

Também foi realizada uma pequena reforma trabalhista, com a revogação da Convenção 150 da Organização Internacional dos Trabalhadores, alterando as regras da demissão sem justa causa, além da eliminação da indexação salarial, o que levou à negociação entre empresas e trabalhadores. A taxa de desemprego cresceu e o acréscimo de ocupações foram fenômenos observados no setor de serviços e em trabalho precarizado.[786,787]

De acordo com Márcio Pochmann:

> Num quadro de ruptura de vários elos das cadeias industriais, que forçam fundamentalmente a especialização produtiva e a concentração da renda em segmentos de baixo valor agregado e conteúdo tecnológico, a nova lógica de competição industrial contribui para o desmantelamento da desregulação do mercado de trabalho. Assim, o desassalariamento passou a ser a norma, com intercruzamento no interior das plantas produtivas de distintos segmentos ocupacionais: trabalho autônomo, trabalho em cooperativas (falsas ou não), programas de estágios, trabalhadores assalariados contratados indiretamente pela terceirização, empregados assalariados diretamente contratados. Entre 1992 e 2002, por exemplo, observa-se que 2/3 do aumento da ocupação na indústria de transformação no Brasil ocorreu por intermédio do trabalho autônomo. Ao mesmo tempo, nota-se também que, na década de 90, sete a cada dez ocupações criadas pertenceram a somente quatro famílias ocupacionais: trabalho doméstico, ambulantes, serviços de limpeza e manutenção e segurança.[788]

[786] CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017, p. 283-286.

[787] Para Pochmann, "O desenvolvimento das atividades produtivas foi obstaculizado, enquanto o sistema de proteção social tem sido recorrentemente mitigado pelo contingenciamento de recursos públicos para a esfera financeira e pela desestruturação do antigo papel do Estado. Não tem sido por outro motivo que o país passou a acumular maiores indicadores de exclusão social, a partir do alto desemprego somado à antiga pobreza e desigualdade social. (...). Durante a década de 90, o rendimento do trabalho perdeu 9 pontos percentuais de sua participação relativa no total da renda nacional, enquanto simultaneamente a carga tributária bruta foi elevada em 10 pontos percentuais". POCHMANN, Márcio. Proteção social na periferia do capitalismo: considerações sobre o Brasil. **São Paulo em perspectiva**. 18 (2): 3-16, 2004, p. 8-9.

[788] Ibid., p. 8-9.

A situação do trabalhador piora, entre 1995 e 2002, em razão da queda do salário médio real e da elevação da taxa de desemprego.[789] Comparando-se à taxa de lucro do capital financeiro, que praticamente dobrou, a participação do salário na renda caiu de 56,5% em 1993 para 45,3% em 2003.

Nas contundentes palavras de Fábio Comparato:

> Até o século XX, sempre se entendeu que as atividades econômicas de mercado consistiam na produção de bens, na sua distribuição e na prestação de serviços. A atividade financeira existia como peça auxiliar do sistema.
> Subitamente, esse quadro econômico foi invertido e a atividade financeira, de simples meio tornou-se a finalidade última de toda a vida econômica empresarial. No passado, as empresas procuravam os bancos para obter empréstimos, pagando juros. Doravante, são os bancos que procuram o Estado, as empresas e os consumidores, para oferecer empréstimos ou propor aplicações em fundos de investimento; ou ambos os negócios ao mesmo tempo. Ou seja, o cliente contrai um empréstimo para aplicar a quantia mutuada em fundos, muitos deles formados pela superposição de cotas de participação indefinida em outros fundos, ou constituídos de valores de pura especulação, como os chamados derivativos: apostas na variação de câmbio, do valor de commodities, e até mesmo em passes de jogadores de futebol![790]
> (...).Contrariamente, por exemplo, aos regimes totalitários e autoritários da época contemporânea, os quais fizeram questão de ostentar seu poderio, proclamado imbatível e exigir rígida obediência do povo, o poder capitalista, tanto no mercado quanto na esfera política, permaneceu sempre oculto. (...). O espírito camaleônico aparece, assim, como uma característica essencial do *ethos* capitalista. Os protagonistas do sistema, à semelhança da serpente no mito bíblico do pecado original, não atuam de forma dominadora, mas sedutora. (...). A todo tempo, de mil maneiras, os líderes empresariais proclamam sua adesão incondicional às liberdades individuais, como uma forma de contrapoder privado, diante do Estado. Na prática capitalista, porém, a única liberdade que se procura preservar – e ainda assim, atuando cada qual no seu próprio interesse – é a livre iniciativa empresarial. Caso esta seja mantida, todas as demais liberdades podem e mesmo devem, conforme as circunstâncias, ser suprimidas.[791]

[789] GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. In: ARCEO, Henrique et. al. **Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionalies**. Buenos Aires: CLACSO, 2006, p. 220.
[790] COMPARATO, Fábio Konder. Para entender o mundo em que vivemos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 43.
[791] Ibid., p. 46.

CONCLUSÕES

Francisco de Oliveira, no ano de 2003, compara o Brasil com a confusa espécie do ornitorrinco. O animal, um mamífero que põe ovos, não possui variedades nem subespécies conhecidas. Tem bico de ave, assemelhando-se a um pato, e possui cauda parecida a de um castor. É a representação animal da contradição. Não é nem uma coisa nem outra, mas ainda assim é algo e existe no mundo.

Ao descrever as razões pelas quais considera o Brasil como a representação territorial do ornitorrinco, Francisco de Oliveira incorpora em seu brilhante texto a problemática do sistema financeiro: um sistema "ainda atrofiado, mas que, justamente pela financeirização e elevação da dívida interna, acapara uma alta parte do PIB"[792]. O autor faz uma comparação entre os rendimentos do setor no Brasil e as economias inseridas no centro financeiro do capitalismo e entre a proporção de crédito bancário sobre o PIB, enfatizando a realidade alarmante desses números.

O sistema financeiro brasileiro, como demonstrado neste trabalho, conformou-se, ao longo dos períodos, como um sistema desenvolvido, inovador, moderno e bem capitalizado. Também nos períodos observados, salvo poucas exceções que conturbaram a própria existência de suas instituições integrantes, seus rendimentos foram dinâmicos e espetaculares – da mesma forma assustadores quando se tem em conta os raquíticos números observados pelos ganhos dos demais setores que fazem parte do sistema capitalista brasileiro, e também a estagnação e/ou depreciação dos índices referentes ao desenvolvimento social. Num período em que quase todos perderam, sobressaiu-se um único vencedor: o setor financeiro e os financistas que da acumulação financeira se beneficiaram.

Mas, quem dera o problema se localizasse apenas nos altos rendimentos de uma fração da classe burguesa; ou que se tratasse de apenas mais uma temporária fase da história em que essas instituições se sobressaem na corrida sobre os ganhos da acumulação. Afinal, trata-se, efetivamente, de uma máquina de fazer dinheiro que possui criatividade o suficiente para multiplicá-lo seja em momentos de pujança ou crise econômica. É de se esperar, pois, que o setor opere com altos rendimentos.

No entanto, a financeirização não é sobre o poder dos bancos.

---

[792] OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista: o ornitorrinco**. 4. reimp. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 133.

Como demonstrado no primeiro capítulo deste trabalho, a partir da década de 1960 foi observada, em países como os Estados Unidos e a Inglaterra, uma mudança na dinâmica da relação entre o setor financeiro e os demais setores que perfazem o sistema capitalista que tornou o primeiro não apenas muito mais lucrativo, mas autônomo e dominante com relação aos segundos. Muitos estudiosos, principalmente aqueles com trabalhos influenciados pelo pensamento marxista e keynesiano, indicaram uma nascente e possível modificação do papel do setor financeiro. A esse setor, foi também incorporado novos atores: bancos, empresas, Estados, trabalhadores e demais investidores institucionais, como fundos de pensão e de investimento, que ampliaram o espectro de influência e disseminação da lógica financeira. O domínio das finanças passa a não mais se resumir ao sistema bancário ou mesmo à lucratividade de alguns poucos que se beneficiavam da acumulação propriamente financeira.

Durante um longo período sendo considerado também como um setor essencial para dar suporte ao desenvolvimento das empresas não-financeiras quanto à capacidade de financiamento do investimento, ou seja, sendo-lhe atribuído um papel funcional ao desenvolvimento econômico e, portanto, mutualista quanto aos demais setores, o sistema financeiro passa a constituir-se, fundamentalmente, como um conjunto de instituições parasitárias que dissemina sua perversa lógica com base num discurso sedutor de obtenção de vultosos rendimentos.

Materializou-se, como observado nos estudos de François Chesnais, a autonomia e dominação das finanças sobre os demais setores econômicos e sociais. A lógica financeira mergulhou na estrutura da empresa, por meio da nova feição das sociedades anônimas, que valoriza o rendimento do acionista em detrimento do rendimento decorrente da produção; debruçou-se sobre a organização e vida dos trabalhadores, por meio não apenas da inserção da lógica acionista pelos fundos de pensão, mas pela sedução atribuída às facilidades de obtenção de crédito e aplicações financeiras; e, principalmente, adentrou-se na estrutura estatal, que, sob o falso ideário de afastamento do Estado da economia, aproximou-o ainda mais, condicionando a atuação da forma política aos auspícios das grandes finanças e afastando-o das questões sociais.

O sistema financeiro, protagonista da grande transformação, apesar de ser um contrassenso incluí-lo nos setores que absorveram a "lógica financeira", também teve o seu papel modificado ao longo do período – as instituições financeiras e os mercados de capitais distanciaram-se da funcionalidade ao desenvolvimento econômico.

Esse fenômeno, observado inicialmente em alguns países centrais, foi sendo absorvido por uma parte considerável das economias periféricas após a derrocada do regime de Bretton Woods e a hegemonia do dólar norte-americano no sistema monetário mundial. A partir daí, dada a liberdade concedida aos fluxos financeiros, as nações passaram a abrir seus mercados à entrada desses fluxos sob a premissa de que a integração entre eles viabilizaria a potencialização das fontes de financiamento e, por conseguinte, levaria ao incremento do investimento produtivo. Daí segue a premissa do que Milton Santos levantou, do "mundo tal como nos fazem crer", a globalização como "fábula".[793]

E assim foi feito: tais economias seguiram os mandamentos das nações centrais, e não foi diferente com o Brasil.

Como demonstrado no segundo capítulo, o Brasil se insere na dinâmica da finança mundializada por meio do endividamento externo excessivo e anômalo, mesmo tendo reestruturado e desenvolvido todo o sistema financeiro para os fins de prover recursos às necessidades de investimento produtivo. A opção pelo crédito internacional abundante e barato foi incentivada, sobretudo, pelos autoritários governantes que consideravam o volume e qualidade do endividamento como passíveis de cuidadoso controle.

A lógica da autonomia e dominação financeira, no período, não se restringe à dinâmica das relações internacionais entre os países centrais e periféricos que eclodiu nas crises das dívidas externas. Essa lógica – ainda que embrionária – é inserida no papel do próprio sistema financeiro. Tais instituições, com o generoso auxílio do Estado, passam a obter cada vez mais elevados rendimentos em atividades completamente dissociadas do financiamento do desenvolvimento econômico. Ganha-se – e muito – com a alta inflação e com os títulos da dívida pública. A atividade arriscada que é o crédito, principalmente o de longo prazo, passa a ser secundária, e o mercado de capitais passa a ser estruturado e utilizado como a plataforma ideal para a valorização financeira.

O Estado, aqui, não se situa à margem dessas modificações, mas exerce um papel essencial ao abrir o caminho para a consolidação do poder das finanças com o descontrolado endividamento externo e interno, transformando-se em garantidor e avalista do capital financeiro.

A década perdida de 1980, por sua vez, é caracterizada pela busca incessante de estabilidade do índice inflacionário. A história econômica do período é marcada por ondas

[793] SANTOS, Milton. **Por uma outra globalização**: do pensamento único à consciência universal. 18a ed. Rio de Janeiro: Record, 2009, p. 18.

de nascimento e falência de planos de estabilização. Até que um deles, já no início da década de 1990, apresenta-se como a solução para todos os problemas: o Plano Real.

O Plano Real, junto às modificações estruturais que vieram acompanhadas a ele, foi determinante para consolidar a premissa que traz o controle da inflação como principal fim a ser conquistado pela atuação estatal. Para manter a estabilidade, o governo recorre à manutenção de elevadas taxas de juros que se protraem no tempo, mesmo diante da perda de sua essencialidade. O nível da taxa de juros é justificado para atrair o capital estrangeiro, primordial para manter os índices de reservas cambiais e manter estável o índice inflacionário e para alavancar o mercado de capitais. Assim, para o alcance da estabilidade, foi imprescindível, aos olhos do governo, abrir e liberalizar o sistema financeiro nacional aos investidores internacionais. Além disso, a abertura e liberalização também contribuiriam ao alcance de um objetivo importantíssimo ao desenvolvimento econômico brasileiro: a oportunidade, tendo em vista a ampliação e incremento das fontes de financiamento, proporcionada ao investimento produtivo. A busca pela estabilidade justificava a abertura ao mesmo tempo em que a abertura apenas poderia gerar o efeito desejado se alcançada a estabilidade.

Foi com a política empreendida por Fernando Henrique Cardoso que foi dada continuidade e consolidado o processo de financeirização do Brasil. A manutenção de elevadas taxas de juros e a crescente manutenção de títulos públicos de curtíssimo prazo nas carteiras de instituições financeiras nacionais e estrangeiras tornaram o Estado refém dessa política, custeando os altos rendimentos dos setores rentistas em detrimento do crescente endividamento estatal e da transferência de renda de baixo para cima.

A abertura financeira quase total aos fluxos de capitais num momento em que estes passaram a se caracterizar por aspirações rentáveis de curto prazo, fizeram do Brasil uma plataforma de valorização financeira, tornando-o extremamente vulnerável aos humores do mercado financeiro internacional. O mercado de capitais, durante o período, não absorveu, qualitativamente, os aspectos positivos bradados por seus entusiastas e direcionados à sua capacidade de formatar-se como instrumento funcional ao desenvolvimento econômico.

A liberalização interna, com o incentivo à entrada de instituições estrangeiras, a privatização dos bancos regionais de desenvolvimento, e a derrocada de qualquer tentativa de limitação e controle sobre as instituições financeiras acerca dos juros cobrados e crédito direcionado, também não apresentou o resultado a que propunha: os bancos estrangeiros, se

e quando conseguiram espaço perante os grandes conglomerados nacionais, abstraíram a mesma cultura destes últimos, não tendo sido observados os proclamados efeitos da competitividade; a privatização dos bancos regionais deixou um importante vácuo no setor que não foi preenchido; a ausência de limitação sobre taxa de juros e de direcionamento do crédito manteve a cobrança de remuneração extorsiva por parte dos bancos com efeito principal sobre os trabalhadores e pequena e média empresas e retirou a oportunidade de o Estado brasileiro direcionar a funcionalidade do sistema financeiro e de suas instituições para os fins propostos constitucionalmente.

O resultado foi a manutenção de um sistema que tem como principal e confortável devedor o Estado, este último permanecendo refém de bancos e fundos, e cuja atividade se mantém cada vez mais distanciada da utilidade ao desenvolvimento econômico.

O mundo se mostrou como é, e como tal fez aparecer a "globalização como perversidade"[794].

Essa conformação é peculiar à forma de inserção do Brasil na dinâmica da financeirização. Conforme destacado no já mencionado trabalho de Pierre Salama, a financeirização nos países latino-americanos tem uma diferenciada feição daquela observada nos países centrais. O peso das finanças não vem da complexização de suas economias, mas do papel dos bancos como intermediadores do Estado na subscrição de títulos da dívida interna que se configuram como instrumentos altamente lucrativos. Os crescentes lucros, assim, distanciam-se cada vez mais da relação com a melhoria da base produtiva. Os traços distintivos também são observados por Becker, Jager, Leubolt e Wessenbacher ao afirmarem que a financeirização das economias periféricas não reproduz uma cópia fiel do que ocorre nas formas mais avançadas da financeirização, como é o caso da dinâmica observada nos Estados Unidos e que foi o berço das teorias sobre a dominância financeira. A periferia, assim, ao depender incisivamente dos fluxos de capitais estrangeiros e por possuírem moeda fraca, devem manter altas taxas de juros sustentadas pelo Banco Central e a luta contra a inflação serve como legitimação dessa política, que beneficia um pequeno setor da sociedade – as instituições financeiras e os financistas –, mas deteriora a capacidade produtiva, a conta corrente e a condição de vida do trabalhador.

Tais conclusões vão na mesma direção daquilo que afirma Leda Paulani em seus estudos, quando diz que o Brasil se transformou numa plataforma de valorização financeira

[794] SANTOS, Milton. **Por uma outra globalização**: do pensamento único à consciência universal. 18a ed. Rio de Janeiro: Record, 2009, p. 19.

à disposição das nações estrangeiras; também se conciliam com os trabalhos de Miguel Bruno e Caffe, quando insistem na modificação do papel do Estado, como garantidor e avalista do capital financeiro, na forma em que é absorvida a financeirização tupiniquim; do mesmo modo se assemelham aos escritos de Rodrigo Teixeira, que utiliza o conceito de bloco de poder para identificar a dominação do setor financeiro sobre o produtivo no Brasil.

O Estado, aqui, mais uma vez, é o principal motor dessa política ao alimentar a perpetuação dessa lógica e ao insistir num modelo em que torna as instituições parasitas e agudiza a desfuncionalização do sistema.

Nada mais próximo dos alertas de Marx e Keynes sobre o caráter autônomo e especulativo que podem adquirir as finanças, distanciando-se de suas funcionalidades. Nada mais próximo também da análise realizada por Hobson, Hilferding e Lênin sobre a predominância do setor financeiro sobre o produtivo, mesmo tratando-se de situações concretas diversas das observadas no presente trabalho. Tais autores, dentre outras contribuições às teorias sobre a financeirização, enxergam o Estado como essencial à perpetuação do domínio das finanças. Essa concepção também é desenvolvida por David Harvey em seus trabalhos mais atuais quando diz que há "uma diabólica aliança entre os poderes do Estado e os aspectos predatórios do capital financeiro" que "forma as garras de um 'capitalismo de rapina'"[795].

Mas, voltando às palavras de Francisco de Oliveira, mesmo com as semelhanças observadas nas formas originárias de financeirização, no Brasil nos conformamos com os bisonhos aspectos do ornitorrinco. Sob essa ótica, o autor defende que a "evolução" regrediu e não se trata mais do subdesenvolvimento observado de outrora, mas de uma subordinação financeira externa, que cria uma dívida financeira interna em que há a "reiteração da financeirização da economia"[796].

Paul Singer também enfatiza uma mudança nas relações de dependência entre o Brasil e as nações centrais: trata-se, agora, de uma dependência "desejada" de inserção na dinâmica da finança mundializada.

Pensar sobre a nova forma de dependência, a nova estrutura do subdesenvolvimento e mesmo pensar como se dá o domínio e a autonomia das finanças com as peculiaridades da nação periférica que é o Brasil, são imprescindíveis para que possa ser

[795] HARVEY, David. **O novo imperialismo**. 8. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2014, p. 111-113.
[796] OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista: o ornitorrinco**. 4. reimp. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 134-135.

construído um projeto de desenvolvimento. Sem cópias, sem amarras, sem verdades absolutas, e sem aspirações no sentido de construir uma nação rica e desenvolvida industrialmente, as quais travam a criatividade do pensamento brasileiro. Ao mesmo tempo, recorrer às experiências exitosas de países que possuam características minimamente similares às do Brasil, resgatando os teóricos clássicos que pensaram o mundo e, principalmente, os que pensaram o Brasil em suas singularidades, parecem-nos pontapés iniciais para caminhar no sentido da resolução do problema.

Lembremos que não estamos mais no século XX. Temos um novo ator no capitalismo mundial e é imperativo que pensemos uma solução para trazer o setor financeiro de volta ao seu papel funcional ao desenvolvimento econômico. As instituições nacionais devem se voltar aos interesses brasileiros, e isso passa pela reconfiguração do próprio papel do Estado, do setor produtivo e do então protagonista dos rumos da política e da economia – o setor financeiro.

É certo que o poder das instituições financeiras, e o dos financistas que delas se beneficiam, não é algo novo na história brasileira. Num excelente trabalho sobre os bastidores do Plano Real, Luís Nassif brilhantemente aponta a relação íntima entre o encilhamento de Rui Barbosa e as aspirações da equipe econômica de Fernando Henrique Cardoso sob a liderança de Gustavo Franco. Segundo o autor, como pensar que, dada a conhecida natureza dos fundos que ingressavam no país, estes "viessem a financiar a infraestrutura, o desenvolvimento, ou que se tornassem os 'batedores' que antecediam o investimento de longo prazo?"[797]

Mas, guardadas as similitudes com outros períodos, é certo que os tempos mudaram. O setor financeiro não é mais o mesmo. Sempre foi grande, sempre lucrou muito, sempre influenciou governos e movimentos econômicos, mas nos parece que nunca dominou o Estado como o domina atualmente. E o caso brasileiro é um caso típico de uma anomalia ainda mais intensificada por sua condição dependente e subdesenvolvida.

Bresser-Pereira assim enfatizou quando fez menção aos discursos de Roosevelt, que trucidava o setor financeiro e não havia maiores consequências sobre isso[798]; Fiori

[797] NASSIF, Luís. **Os cabeças-de-planilha**: como o pensamento econômico da Era FHC repetiu os equívocos de Rui Barbosa. Rio de Janeiro: Ediouro, 2007, p. 200.

[798] "Aqui, apresento apenas dois fatos a favor dela. Quem ler os discursos do presidente Franklin Delano Roosevelt nos anos 1930 ficará impressionado com a violência da sua crítica ao sistema e a seus dirigentes. E, no entanto, ele continuou a ser reeleito". BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Por que o sistema financeiro tornou-se tão poderoso?**. Corecon-RJ, Jornal dos Economistas, março 2016, p. 6. Disponível em:

também relembrou o poder que essa fração de classe exercia sobre a imprensa ainda na década de 1990[799]; Francisco de Oliveira canta a bola quando alerta sobre a financeirização dos sindicatos brasileiros e os agregados interesses entre o partido dos trabalhadores e o partido de Fernando Henrique Cardoso, teoricamente em eterna divergência[800]. Também Gilberto Bercovici e Massonetto enfatizam o isolamento dos instrumentos cedidos à ordem econômica intervencionista e dirigente impressa na Constituição Federal pelo interesse financeiro ao demonstrar o privilégio dado para o pagamento do serviço da dívida pública sobre outras prioridades governamentais[801]; Leda Paulani expõe o mais amplo e insistente debate sobre a necessidade em ser discutida a financeirização brasileira, pois "não há saída

http://www.bresserpereira.org.br/papers/2016/315-Poder-sistema-financeiro-J-Economista.pdf. Acesso em: 20 de outubro de 2018.

[799] "Não é necessário um grande raciocínio estratégico. É só o órgão da mídia pensar nos seus investimentos que concluirá: suspende essa matéria! Este tem sido o argumento cada vez mais explicitado pelas autoridades governamentais: não mexer no sistema financeiro porque senão provocaremos uma hecatombe". FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 136.

[800] "A estrutura de classes também foi truncada ou modificada: as capas mais altas do antigo proletariado converteram-se, em parte, no que Robert Reich chamou de 'analistas simbólicos': são administradores de fundos de previdência complementar, oriundos das antigas empresas estatais, dos quais o mais poderoso é o Previ, dos funcionários do Banco do Brasil, ainda estatal; fazem parte de conselhos de administração, como o do BNDES, a título de representantes dos trabalhadores. A última floração do Welfare brasileiro, que se organizou basicamente nas estatais, produziu tais fundos, e a Constituição de 1988 instituiu o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) – o maior financiador de capital de longo prazo no país, justamente operando no BNDES. Tal simulacro produziu o que Robert Kurz chamou de 'sujeitos monetários': trabalhadores que ascendem a essas funções estão preocupados c om a rentabilidade de tais fundos, que ao mesmo tempo financiam a reestruturação produtiva que produz desemprego. Sindicatos de trabalhadores do setor privado também já estão organizando seus próprios fundos de previdência complementar, na esteira daqueles das estatais. Ironicamente, foi assim que a Força Sindical conquistou o sindicado da então Siderúrgica Nacional, que era ligado à CUT, formando um 'clube de investimento' para financiar a privatização da empresa; ninguém perguntou depois o que aconteceu com as ações dos trabalhadores, que ou viraram pó ou foram açambarcadas pelo grupo Vicunha, que controla a Siderúrgica. É isso que explica recentes convergências pragmáticas entre o PT e o PSDB, o aparente paradoxo de que o governo de Lula realiza o programa de FHC, radicalizando-o: não se trata de equívoco, nem de tomada de empréstimo de programa, mas de uma verdadeira nova classe social, que se estrutura sobre, de um lado, técnicos e economistas *doublés* de banqueiros, núcleo duro do PSDB, e trabalhadores transformados em operadores de fundos de previdência, núcleo duro do PT". OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista: o ornitorrinco**. 4. reimp. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 147.

[801] "A ordem econômica intervencionista e dirigente da Constituição de 1988 é isolada de seus instrumentos financeiros, cuja efetividade é medida em si mesma, sem qualquer relação com os objetivos da política econômica estatal ou da ordem econômica constitucional. A Lei de Responsabilidade Fiscal e a insana proposta de emenda constitucional instituindo o déficit nominal zero são meios de excluir o orçamento da deliberação pública, garantindo metas de política monetária muitas vezes impostas de fora e em favor de interesses econômicos privados, que desejam uma garantia sem risco para seus investimentos ou para sua especulação financeira. A implementação da ordem econômica e da ordem social da Constituição de 1988 ficaram restritas, assim, às sobras orçamentárias e financeiras do Estado. A constituição financeira de 1988 foi, deste modo, 'blindada'. A Lei de Responsabilidade Fiscal apenas complementa este processo, ao vedar a busca do pleno emprego e a implementação de outra política financeira. Neste processo, é importante ressaltar a edição da Lei n. o 10.028, de 19 de outubro de 2000, que, dentre várias medidas draconianas, tipifica como crime a promoção do déficit público". BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da Constituição financeira e a agonia da Constituição econômica. **Boletim de ciências econômicas**. XLIX, Coimbra, 2006.

sem a reversão da financeirização"[802]. E sem falar de Maria da Conceição Tavares, que desde a década de 1970, quando poucos falavam sobre o assunto, alerta para o crescente aumento do poder do setor financeiro frente ao setor produtivo e da infundada insistência no aprofundamento do mercado de capitais.

Não foram poucos os trabalhos que trouxeram esse debate à mesa. O tema, apesar de exaustivamente mencionado, pouco é colocado nas tentativas de soluções práticas elaboradas nos debates sobre o desenvolvimento econômico brasileiro.

Não se quer, pois, centralizar os problemas que assolam a economia brasileira nas deficiências da relação entre o sistema financeiro e o sistema produtivo. O Brasil é mais complexo do que isso. No entanto, é inegável que a condução da política econômica do período analisado fez agudizar essa situação. A lógica da financeirização, incorporada pelo Estado brasileiro, conduz a um direcionamento que acirra as desigualdades sociais e deprime a condição de vida do trabalhador, além de intensificar as relações de dependência. Se a acumulação produtiva possui contradições internas que impõem a incessante luta dos trabalhadores contra o ímpeto explorador do sistema produtivo, quiçá a acumulação tipicamente financeira, discreta e sedutora, que mesmo no âmbito da luta de classes é difícil encontrar a fração oposta que se insurja contra os malefícios causados pela sua dominância. Aliás, se é perfeitamente cabível regular e colocar limites à acumulação produtiva, justamente para equalizar os interesses conflitantes entre capital e do trabalho, por que permanece intocável o debate sobre a regulação e limite à acumulação financeira?

A bancarização e o alto endividamento das famílias, a reforma trabalhista, a terceirização ilimitada, o teto do gastos e a iminente reforma da previdência fornecem fortes indícios de que há uma intensificação do processo de financeirização no Brasil sobre novas e mais complexas estruturas nos tempos atuais e que, mais do que nunca, é preciso agir a tempo de as modificações não se tornarem irreversíveis.[803] Partindo da premissa da reversibilidade, a única certeza é que não podemos desistir e abdicar da resistência.

---

[802] PAULANI, Leda Maria. Não há saída sem a reversão da financeirização. **Estudos avançados**. v. 31, n. 89, jan.abr./2017.

[803] Cabem parênteses, aqui, para um peculiar acontecimento recente levantado por Ladislau Dowbor: "Quando, de 2012 para 2013 o governo Dilma constata a impossibilidade de tocar a economia com os drenos financeiros instalados, reduz os juros dos bancos públicos, tanto para pessoas físicas como para empresas, o que levou muitos a migrarem para o Banco do Brasil e a CEF. E reduz a taxa Selic para conter a transferência dos nossos impostos para intermediários financeiros. A taxa Selic chegou na época a 7,25%. A revolta política contra o governo tem aqui a sua raiz: os bancos privados se veriam forçados a controlar a sua agiotagem e isso atingiu interesses poderosos tanto nacionais quanto internacionais. Em particular a classe média alta, acostumada a ganhar dinheiro sem produzir, aplicando o seu dinheiro em títulos da dívida pública (tesouro direto), ficou revoltada. A aliança que se formou, com oportunistas políticos, setores do judiciário, a grande mídia e os grupos

Temos, assim e ainda, "o mundo como pode ser" e a possibilidade de "uma outra globalização"[804]. Nas palavras de Milton Santos:

> É muito difundida a ideia segundo a qual o processo e a forma atuais da globalização seriam irreversíveis. Isso também tem a ver com a força com a qual o fenômeno se revela e instala em todos os lugares e em todas as esferas da vida, levando a pensar que não há alternativas para o presente estado de coisas.
> No entanto, essa visão repetitiva do mundo confunde o que já foi realizado com as perspectivas de realização. Para exorcizar esse risco, devemos considerar que o mundo é formado não apenas pelo que já existe (aqui, ali, em toda parte), mas pelo que pode efetivamente existir (aqui, ali, em toda parte). O mundo datado de hoje deve ser enxergado como o que na verdade ele nos traz, isto é, um conjunto presente de possibilidades reais, concretas, todas factíveis sob determinadas condições.
> O mundo definido pela literatura oficial do pensamento único é, somente, o conjunto de formas particulares de realização de apenas certo número dessas possibilidades. No entanto, um mundo verdadeiro se definirá a partir da lista completa de possibilidades presentes em certa data e que incluem não só o que já existe sobre a face da Terra, como também o que ainda não existe, mas é empiricamente factível. Tais possibilidades, ainda não realizadas, já estão presentes como tendência ou como promessa de realização. Por isso, situações como a que agora defrontamos parecem definitivas, mas não são verdades eternas.[805]

internacionais (interessados particularmente no petróleo) consumiu a base do golpe. Os golpistas vieram consertar a crise que criaram. Há quatro anos estão consertando". DOWBOR, Ladislau. O fim da farsa: o fluxo financeiro integrado. In: SOUZA, Jessé; VALIM, Rafael (coords.). **Resgatar o Brasil**. São Paulo: Editora Contracorrente/Boitempo: 2018, p. 57.

[804] SANTOS, Milton. **Por uma outra globalização**: do pensamento único à consciência universal. 18a ed. Rio de Janeiro: Record, 2009, p. 20.

[805] Ibid., p. 160.

REFERÊNCIAS

AFONSO, José Roberto. BIASOTO JR., Geraldo. Estado e novo arranjo para o financiamento do investimento público no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1 (59), p. 189-213, abr. 2017.

ALEJANDRO, Carlos F. Díaz Alejandro. Da repressão financeira à crise: experiências do Cone Sul. **Pesquisa e Planejamento econômico**, Rio de Janeiro, 14(3), p. 623-658, dez, 1984.

ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. Dissertação (Mestrado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980.

ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Superexploração da força de trabalho e concentração de riqueza: temas fundamentais para uma política de desenvolvimento no capitalismo periférico brasileiro. In: ALMEIDA FILHO, Niemeyer (org.). **Desenvolvimento e dependência**: cátedra Ruy Mauro Marini. Brasília: Ipea, 2013.

AMARAL, Marisa Silva. **Teorias do imperialismo e da dependência**: a atualização necessária ante a financeirização do capitalismo. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas). Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2012.

ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo. Rio de Janeiro: Editora UNESP, 1996.

BAER, Monica. O financiamento externo da economia brasileira diante das mudanças no contexto internacional: uma avaliação do período recente. **Cadernos do IPRI**. Edição Especial. Fundação Alexandre de Gusmão. IPRI Financiadora de Estudos e Projetos. São Paulo, junho de 1993.

BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BAER, Werner. **A economia brasileira**. 3a. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Nobel, 2009.

BHAGWATI, Jagdish. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. **Foreign Affairs**, v. 77, n. 3, 1998, p. 7–12.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **Política monetária**: instrumentos, objetivos e a experiência brasileira. p. 9. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176658/mod_resource/content/1/Polimone.pdf.

BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, p. 3-24, ago. 1993.

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira; RANGEL, Armênio de Souza. O Brasil no Plano Brady: avaliação de alguns aspectos do acordo de 1994. **Revista Indicadores Econômicos IEE**, v. 22, n. 4, 1995.

BECKER, Joachim et. al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition and change**. v. 14, n. 3–4, December, 2010, 225–47.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O capital e suas metamorfoses**. São Paulo: Editora Unesp, 2013.

BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello. **Os antecedentes da tormenta**: origens da crise global. São Paulo: Editora UNESP; Campinas: FACAMP, 2009.

BERCOVICI, Gilberto; OCTAVIANI, Alessandro. Direito e subdesenvolvimento. In: OCTAVIANI, Alessandro. **Estudos, pareceres e votos de direito econômico**. São Paulo: Singular, 2014.

BERCOVICI, Gilberto. O ainda indispensável direito econômico. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudineu (Orgs.). **Direitos humanos, democracia e república**: homenagem a Fábio Konder Comparato, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BERCOVICI, Gilberto. **Petróleo, recursos minerais e apropriação do excedente: a soberania econômica na Constituição de 1988**. Tese (Professor Titular). Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário – Área de Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

BERCOVICI, Gilberto. A política econômica entre a Constituição e os privilégios. **Conjur**, 28 de fevereiro de 2016. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2016-fev-28/estado-economia-politica-economica-entre-constituicao-privilegios.

BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da Constituição financeira e a agonia da Constituição econômica. **Boletim de ciências econômicas**. XLIX, Coimbra, 2006.

BIANCARELI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2007.

BIASOTO JÚNIOR, Geraldo. **A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.

BIASOTO JR., Geraldo. **Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta.** Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1988.

BIASOTO JR., Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento do setor público. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 16, n. 3. Porto Alegre, 1988.

BOYER, Robert. (2004). **Teoria da regulação**: os fundamentos. São Paulo: Estação Liberdade, 2010.

BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. **Economia e Sociedade**, v. 2, n. 1, p. 25-57, fev. 2016.

BRAGA, José Carlos de Souza. Finanças industrializantes: as condições para um novo desenvolvimento nos anos 90. **Economia-Ensaios**, Uberlândia, v.8, n.1, dez. 1993.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís (org). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

BRAGA, José Carlos de Souza. **Temporalidade da riqueza**: uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista. Tese (Doutorado): Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1985.

BRAGA, José Carlos de Souza; PRATES, Daniela Magalhães. Os bancos da "Era FHC". **Revista Indicadores Econômicos IEE**. v. 26, n.4, 1999.

BRANDÃO, Rafael Vaz da Motta. **Ajuste neoliberal no Brasil**: desnacionalização e privatização do sistema bancário no governo Fernando Henrique Cardoso (1995/2002). Tese (Doutorado): História Social, Universidade Federal Fluminense, 2013.

BRASIL. Ministério do Planejamento e Coordenação Geral. **Diretrizes de governo – Programa Estratégico de Desenvolvimento**, Julho, 1967.

BRASIL. **I Plano Nacional de Desenvolvimento (PND)**, 1972-74.

BRASIL. **Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)**, 1964.

BRASIL. **Programa de Ação Imediata (PAI)**, 1993.

BRAZ, Marcelo. NETTO, José Paulo. **Economia política**: uma introdução crítica. v. 1. 8a ed. São Paulo: Cortez, 2012.

BRENNER, Robert. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Rio de Janeiro: Record, 2003.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da estagnação**: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. São Paulo: Ed. 34, 2007.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Por que o sistema financeiro tornou-se tão poderoso?**. Corecon-RJ, Jornal dos Economistas, março 2016, p. 6. Disponível em: http://www.bresserpereira.org.br/papers/2016/315-Poder-sistema-financeiro-J-Economista.pdf. Acesso em: 20 de outubro de 2018.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**. v. 22, n. 3 (87), julho-setembro/2002.

BRUNHOFF, Suzanne de. **A hora do mercado**: crítica do liberalismo. São Paulo: Editora Unesp, 1991.

BRUNHOFF, Suzanne de. **A política monetária**: uma tentativa de intepretação marxista. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

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

BRUNO, Miguel. PAULA, Luiz Fernando de. Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. **Revista Princípios**. Ed. 151 – nov./dez. de 2017.

CALDAS, Camilo Onoda. **A teoria da derivação do estado e do direito**. São Paulo: Outras Expressões, 2015.

CANO, Wilson. Brasil – construção e desconstrução do desenvolvimento. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2 (60), p. 265-302, ago. 2017.

CARCANHOLO, Marcelo Dias. **Abertura externa e liberalização financeira**: os impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CARCANHOLO, Reinaldo A.; NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. ***Ensaios FEE***, Porto Alegre, v. 20, n. 1, 1999.

CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo. **Dependência e desenvolvimento na América Latina**: ensaio de interpretação sociológica. 4. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002.

CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 17, n. 3, p. 395-425, dez. 2007.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. (org.). et. al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. **Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14**. Brasília: CEPAL/IPEA, 2010.

CASA, Carlos Alberto Lanzarini. **Dívida interna e inflação** (1964-1993): a lógica do financiamento do estado brasileiro diante da indexação. Encontro de pós-graduação em história econômica e III Conferência internacional em história econômica, Brasil, set. 2010, p. 4. Disponível em: http://www.apec.unesc.net/IV_EEC/sessoes_tematicas/Finan%E7as%20e%20economia%20do%20setor%20p%FAblico/D%EDvida%20interna%20e%20infla%E7%E3o%20(1964-1993)%20a%20l%F3gica%20do%20financiamento%20do%20estado%20brasileiro%20diante%20da%20indexa%E7%E3o.pdf.

CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA. Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1985-1989). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CEPAL. **La Intermediación Financiera en America Latina**. CEPAL: Santiago de Chile, 1971.

CHESNAIS, François. **Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump**. Boston, Brill Academic Pub., 2016.

CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, Suzanne de (et. al.). **A finança capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, 2002.

CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). **A mundialização financeira**: gênese, custo e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHIARA, José Tadeu de. Capitais estrangeiros. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 16, n. 26, p. 67-85. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas: Editora da Unicamp, 1999.

COMPARATO, Fábio Konder. O indispensável direito econômico. In: _____. **Ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. Para entender o mundo em que vivemos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CORAZZA, Gentil. O processo de privatização do governo Collor. **Revista Indicadores Econômicos FEE.** v. 18, n. 1 (1990).

COSTA, Fernando Nogueira da. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2013.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 129-54, dez. 1996.

COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984.

CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento**: a experiência brasileira nos anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984.

DE LA TORRE, Augusto et. al. Capital market development: whither Latin America?. **Policy, Research working paper**; no. WPS 4156. Washington, DC: World Bank. Disponível em: http://documents.worldbank.org/curated/en/143761468091480807/Capital-market-development-whither-Latin-America.

DOWBOR, Ladislau. O fim da farsa: o fluxo financeiro integrado. In: SOUZA, Jessé; VALIM, Rafael (coords.). **Resgatar o Brasil**. São Paulo: Editora Contracorrente/Boitempo: 2018, p. 57.

EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. 2a. ed. São Paulo: Editora 34, 2012.

EPSTEIN, Gerald A. **Introduction: financialization and the world economy**. Disponível em: https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf.

FELIPINI, André Rodrigues. PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2007): uma abordagem bibliométrica. **Economia e sociedade**. Campinas. No prelo.

FERNANDES, Florestan. **A revolução burguesa no Brasil**: ensaio de interpretação sociológica. 5a. ed. São Paulo: Globo, 2006.

FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. 3. ed. rev. São Paulo: Boitempo, 2012.

FIORI, José Luís. **Em busca do dissenso perdido**: ensaios críticos sobre a festejada crise do Estado. Rio de Janeiro: Insight, 1995.

FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3a ed. Petrópolis: Vozes, 1999.

FIORI, José Luiz. Globalização, hegemonia e império. In: FIORI, José Luiz (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

FIORI, José Luís. **História, estratégia e desenvolvimento**: para uma geopolítica do capitalismo. São Paulo: Boitempo, 2014. Edição do Kindle.

FIORI, José Luís. **Instabilidade e crise do Estado na industrialização brasileira**. Tese (Professor Titular). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988.

FIORI, José Luís. Nem todos os gatos já ficaram pardos. **Revista Indicadores Econômicos FEE.** v. 18, n. 1 (1990).

FIORI, José Luís. **Os moedeiros falsos**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

FONTENELLE, André. Em 1967, FGTS substituiu estabilidade no emprego. **Senado notícias**, 5 de maio de 2017. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/05/05/em-1967-fgts-substituiu-estabilidade-no-emprego.

FONTES, Virginia. **O Brasil e o capital-imperialismo**: teoria e história. 2a ed. Rio de Janeiro: Ministério da Saúde/Fundação Oswaldo Cruz, Escola Politécnica de Saúde Joaquim Venâncio, Editora UFRJ, 2010.

FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. Stagnation and Financialization: the nature of the contradiction. **Monthly Review**: an independent socialist magazine, 2014. Disponível em: https://monthlyreview.org/2014/05/01/stagnation-and-financialization/.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. O Banco Central deve ser autônomo? Não. Implicações profundas e negativas. **Folha de São Paulo**. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz1204200310.htm.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001.

FRONTANA, André Vivas. **O capitalismo no fim do século XX**: a regulação da moeda e das finanças em um regime de acumulação sob dominância financeira. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

FURTADO, Celso. **ABC da dívida externa**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1989.

FURTADO, Celso. **Brasil**: construção interrompida. 2a. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. 27a. ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998.

FURTADO, Celso. **O Brasil pós-milagre**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

GAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004).** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOLDSMITH, Raymond W. **Brasil 1850-1984**. Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação. São Paulo: Editora Harper e Row do Brasil, 1985.

GONÇALVES, Reinaldo. Desestabilização macroeconômica e dominação do capital financeiro no Brasil. En publicación: **Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales**. Basualdo, Eduardo M.; Arceo, Enrique. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. Agosto 2006.

GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização.** São Paulo: Paz e Terra, 1999.

GORENDER, Jacob. Apresentação. In: MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011.

GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta Faustiana de Washington para a dominação do mundo**.** Rio de Janeiro: Record, 2003.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**: interpretação e crítica. 9. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2004.

GRAU, Eros Roberto. **Planejamento econômico e regra jurídica**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JÚNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GURLEY, J. G. SAHW, E.S. **Money in a theory of finance**. Washington: Brookings Institution, 1960.

GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

GUTTMANNN, Robert. **Finance-Led Capitalism**: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2016. Edição do Kindle.

HARVEY, David. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo: Boitempo, 2018.

HARVEY, David. **O novo imperialismo**. 8. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2014.

HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERMANN, Jennifer. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010.

HERMANN, Jennifer. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: "restatement" ou auto-crítica?. **Nova Economia**. Belo Horizonte. julho-dezembro de 2003.

HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o "milagre" econômico (1964-1973). GAMBIAGI, Fabio. (org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERMANN, Jennifer. Restricciones financieras del desarrollo económico: teoría y políticas para los países en desarrollo. **Revista Cepal**, n. 114, dez. 2014.

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

HIRSCH, Joachim. **Teoria materialista do Estado**. Rio de Janeiro: Revan, 2010.

HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

IANNI, Octávio. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2009.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros**. Brasil – anos setenta. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1984.

LAPAVITSAS, Costas. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. **Historical Materialism** 17 (2009), p. 114–148. Leiden: Koninklijke Brill NV, 2009.

LAPAVITSAS, Costas. **Financialised capitalism**: direct exploitation and periodic bubbles. Department of Economics School of Oriental and African Studies - University of London. Disponível em: <http://www.leftlibrary.com/lapavitsas1.pdf>.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, 25(4) 611–626, Londres, 2011.

LÊNIN, Vladimir Ilich. **O imperialismo**: fase superior do capitalismo. 3a ed. São Paulo: Global, 1985.

LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento**, 1974/76: sonho e fracasso. 2a ed. Campinas: IE – Unicamp, 1998.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **O colapso das finanças estaduais e a crise da federação**. São Paulo: Editora Unesp, IE – Unicamp, 2002.

MACARINI, José Pedro. A política econômica do governo Costa e Silva (1967-1969). **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 10(3): 453-489, set./dez. 2006.

MARINI, Ruy Mauro. Desenvolvimento e dependência, 1992. In: TRESPADINI, Roberta. STEDILE, João Pedro (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a. ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011.

MARINI, Ruy Mauro. Dialética da dependência, 1973. In: TRESPADINI, Roberta. STEDILE, João Pedro (orgs.). **Ruy Mauro Marini**: vida e obra. 2a. ed. São Paulo: Expressão Popular, 2011.

MARINI, Ruy Mauro. **Subdesenvolvimento e revolução**. 4a. ed. Florianópolis: Insular, 2013.

MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro 1. São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2011.

MASCARO, Alysson Leandro. **Estado e forma política**. São Paulo: Boitempo, 2013.

MCKINNON, R. I. **Money and capital in economic development**. Washington, D.C: Brookings Institutions, 1973.

MEDEIROS, Lea Vidigal. **Direito econômico e superação do subdesenvolvimento**: BNDES e planejamento. Dissertação (Mestrado): Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2016.

MINELLA, André. **A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação**: o caso brasileiro (1964-1990). Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2a ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013.

MOURA, Alkimar R. A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 1, n. 1, janeiro-março/1981.

NAVES, Márcio Bilharinho. **Marxismo e direito**: um estudo sobre Pachukanis. São Paulo: Boitempo, 2008.

NAVES, Márcio Bilharinho. **A questão do direito em Marx**. São Paulo: Outras Expressões/Dobra Universitário, 2014.

NETTO, Delfim. Dêem-me o ano e fiquem com a década. **Estudos Econômicos Brasileiros**. Edições APEC, n. 7, 1970.

OCTAVIANI, Alessandro. A benção de Hamilton na semiperiferia: ordem econômico-social e os juros da dívida pública interna. In: OCTAVIANI, Alessandro. **Estudos, pareceres e votos de direito econômico**. São Paulo: Singular, 2014.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. 2ª ed. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991.

OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista: o ornitorrinco**. 4. reimp. São Paulo: Boitempo, 2013.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil** (1970-2008). Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CARVALHO, Carlos Eduardo. Indexação financeira e comportamento pró-cíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Análise Econômica**, ano 28, n. 53, p. 7-36, Porto Alegre, mar. 2010.

OSORIO, Jaime. Padrão de reprodução do capital: uma proposta teórica. In: FERREIRA, Carla; OSORIO, Jaime; LUCE, Mathias (orgs.). **Padrão de reprodução do capital**: contribuições da teoria marxista da dependência. São Paulo: Boitempo, 2012.

PACHUKANIS, Evgeni. **Teoria geral do direito e marxismo**. São Paulo: Editora Acadêmica, 1988.

PAULA, Luiz Fernando de. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 26, n. 3, p. 411-439, São Paulo.

PAULA, Luiz Fernando de. SOBREIRA, Rogério. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 23, n. 4. Porto Alegre: FEE, 1996, p. 121-130.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos avançados**. vol. 23. n. 66. São Paulo, 2009.

PAULANI, Leda. **Brasil Delivery**: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008.

PAULANI, Leda. **Do conceito de dinheiro e do dinheiro como conceito**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1991.

PAULANI, Leda Maria. Não há saída sem a reversão da financeirização. **Estudos Avançados**, 31 (89), 2017.

PAULANI, Leda. O debate da inflação e o paradoxo do choque. In: FOLHA DE SÃO PAULO (org.). **A tragédia do Cruzado**: do congelamento à ameaça de hiperinflação, dia após dia, nas páginas da Folha de S. Paulo. São Paulo: Folha de S. Paulo, 1987.

PAULANI, Leda Maria; PATO, Christy Ganzert. Investimentos e servidão financeira: o Brasil no último quarto de século. In DE PAULA, João Antônio. **Adeus ao desenvolvimento**. Belo Horizonte: Autêntica, 2005.

PEDRAS, Guilherme Binato Vilela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo. CARVALHO, Lena Oliveira de. MEDEIROS, Otavio Ladeira. (orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

POCHMANN, Márcio. Proteção social na periferia do capitalismo: considerações sobre o Brasil. **São Paulo em perspectiva**. 18 (2): 3-16, 2004.

POULANTZAS, Nico. **O Estado, o poder, o socialismo.** Rio de Janeiro: Edições Graal, 1980.

PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**: a economia brasileira na década de noventa. Dissertação (Mestrado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1997.

SALAMA, Pierre. América Latina, dívidas e dependência financeira do Estado. **Revista de Ciências Sociais**. v. 36, n. 1/2, 2005.

SANTOS, Chico; CLEMENTE, Isabel; SOUZA, Leonardo. Santander paga R$ 7,05bi por banco; ágio vai a 281%. **Folha de S. Paulo**. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2111200002.htm.

SANTOS, Milton. **Por uma outra globalização**: do pensamento único à consciência universal. 18a ed. Rio de Janeiro: Record, 2009.

SANTOS, Theotonio dos. **Imperialismo e corporações multinacionais**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

SANTOS, Theotonio dos. **Teoria da dependência**: balanços e perspectivas. Florianópolis: Insular, 2015.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2015.

SAYAD, João. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997.

SERFATI, Claude. O papel ativo dos grupos de dominante industrial na financeirização da economia. In: CHESNAIS, François (coord.). **A mundialização financeira**: gênese, custos e apostas. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

SICSÚ, João. 20 anos depois, quem são os donos do Real?. **Carta Capital**. Disponível em: https://www.cartacapital.com.br/economia/20-anos-depois-quem-sao-os-donos-do-plano-real-407.html.

SICSÚ, João. Rumos da liberalização financeira brasileira. **Revista de Economia Política**, vol. 26, nº 3 (103), pp. 364-380 julho-setembro/2006.

SILVA, Adroaldo Moura da. **Intermediação financeira no Brasil**. São Paulo: FIPE/USP, 1979.

SILVA, Anderson Caputo. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: SILVA, Anderson Caputo. CARVALHO, Lena Oliveira de. MEDEIROS, Otavio Ladeira. (orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SINGER, Paul. De dependência em dependência: consentida, tolerada e desejada. **Revista Estudos Avançados**, v. 12 (33), São Paulo, 1998.

SINGH, Ajit: Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. **Nova Economia**. Belo Horizonte. v. 8. n. 1. Jul. 1998.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Nova York: Oxford University Press, 1973.

STUDART, Rogério. O financiamento do desenvolvimento. In: GAMBIAGI, Fabio (org.). et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

STUDART, Rogério. **Investment finance in economic development**. Londres: Routledge, 1995, p. 176-177.

TAVARES, André Ramos. Facções privadas e política econômica não-democrática da ditadura brasileira. **Revista Brasileira de Estudos Constitucionais - RBEC**, Belo Horizonte, ano 9, nº 32, maio/agosto 2015, pp. 1047-1066.

TAVARES, Maria da Conceição. A economia política do Real. In: MERCADANTE, Aloizio (org.). et. al. **O Brasil pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP, IE, 1998.

TAVARES, Maria da Conceição. Apresentação. In HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**. 2a ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

TAVARES, Maria da Conceição. (1985). A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luís (org). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982.

TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas: Unicamp, IE, 1998.

TAVARES, Maria da Conceição. (1979). O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: PRADO, Luiz Carlos Delorme. (org.). **Desenvolvimento econômico e crise**: ensaio em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares. Rio de Janeiro: Contraponto/Centro Internacional Celso Furtado, 2012.

TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. **O grande salto para o caos**: a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1985.

TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 3a. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição. FIORI, José Luís. (orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

TEIXEIRA, Natermes Guimarões. **O sistema bancário e suas transformações frente à crise atual**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1985.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **Dependência, desenvolvimento e dominância financeira**: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado): Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

TEIXEIRA, Rodrigo. PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, v. 21, Número Especial, p. 909-941, dez. 2012.

TRUBEK, David; M. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvea; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: TN-Anpec, 1971.

TZIRULNIK, Ernesto. **Seguro de riscos de engenharia: instrumento do desenvolvimento**. São Paulo: Editora Roncarati, 2015.

VAROUFAKIS, Yanis. **O minotauro global**: a verdadeira origem da crise financeira e o futuro da economia. 2a ed. São Paulo: Autonomia Literária, 2016.

VELOSO, Fernando A. VILLELA, André. GIAMBIAGI, Fabio. Determinantes do "milagre" econômico brasileiro (1968-1973): uma análise empírica. RBE Rio de Janeiro, v. 62 n. 2, p. 221–246, abr./jun., 2008.

VIDOTTO, Carlos Augusto. **O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa**. Tese (Doutorado): Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2002.

WALLERSTEIN, Immanuel. **Conocer el mundo, saber el mundo**: el fin de lo aprendido: una ciencia social para el siglo XXI. Buenos Aires: Siglo XXI Editores, 2007.

WARDE JR., Walfrido Jorge. Algumas considerações acerca da capitalização das sociedades anônimas. In: WALD, Arnoldo (coord.). **Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima.** São Paulo: Quartier Latin, 2011.

WELLS, John. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEPRAP nº 6**, Editora Brasileira de Ciências, 1973.

WILLIAMSON, John. What Washington means by policy reform. **Latin American Adjustment:** How much has happened?. Abril, 1990. Disponível em: https://piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform.

ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. O Brasil num cruzamento: dívida externa e exaustão fiscal. ***Revista de Economia Política***, v. 10, n. 1 (37), jan./mar. 1990.