

# ***Financeirização do déficit público: estudo preliminar de uma hipótese de pesquisa aplicada ao caso brasileiro***<sup>1</sup>.

Área temática : Economia Brasileira

Hawa Diawara/ Professora adjunta- UERJ.

Lourdes Arasy Benitez Espinola /graduando na FCE- UERJ.

## **RESUME**

O objetivo deste trabalho é aplicar o conceito de *financeirização* dentro do campo das finanças públicas a fim de contribuir para o debate sobre a origem ou os principais fatores do *rombo fiscal* no Brasil. Se inspirando de um quadro analítico heterodoxa (teoria marxista, regulacionista e pós-keynesiana), se elabora uma análise crítica dos pressupostos teóricos implícitos à teoria ortodoxa introduzindo a noção de *financeirização do déficit público*. Este último se refere a um mecanismo de captação dos recursos públicos através do crescimento/autonomização da dívida interna pública. Este processo alimenta uma acumulação financeira privada de origem principalmente bancária e representa um custo social alto (o pagamento dos juros sobre a dívida pública corresponde à 13,16% do PIB). Concluímos propondo um quadro analítico preliminar que pode ser visto como uma crítica das interações pressupostas, dentro da teoria convencional, entre as principais variáveis que são o déficit público, a dívida pública e as taxas de juros.

**Palavras chaves: Regime de crescimento financeirizado, Déficit Público, Economia Brasileira.**

## **ABSTRACT**

The objective of this paper is to apply the concept of financialization in the field of public finances in order to contribute to the debate about the origin or the main factors of the public deficit in Brazil. Considering an heterodox analytical framework (marxist, regulationist and post-keynesian theories), we introduce the notion of *public deficit financialisation*. This latter refers to a mechanism of public resources appropriation caused by the exponential growth of public internal debt. This process produces a private/bank financial accumulation with a very high social cost (the payment of interest rates on the public debt corresponds to 13.16% of the GDP). We conclude by proposing a preliminary analytical framework that can be seen as a critique of the presupposed interactions between the principal variables (public deficit, public debt and interest rate) established by the conventional theory.

**Key Words : Finance-led Regime Growth, Public Deficit, Brazilian Economy**

**JEL : E52, F65 ; H69.**

---

<sup>1</sup> Gostaria de agradecer a Luiz Fernando Rodrigues de Paula (professor adjunto da UERJ) para a releitura e revisão do trabalho assim como a Lourdes Arasy Benitez Espinola (Aluna em graduação da UERJ dentro da FCE) para a parceria acadêmica e os comentários enriquecedores.

## 1- Introdução

Este artigo pretende contribuir para o debate sobre a problemática central ligada às finanças públicas no Brasil partindo da hipótese de *financeirização da economia*. Com efeito, os dados empíricos do IPEA mostram que o déficit público mensal (mesmo sendo bastante expressivo) evoluiu de maneira estável de novembro de 2002 até agosto de 2008, se situando sempre dentro de um intervalo um pouco inferior aos 100 000 milhões de reais. O período de novembro de 2011 até novembro de 2013 pode ser considerado como uma fase de aumento médio do déficit público (atingindo um valor próximo aos 200. 000 milhões de reais, em termos mensais). Entretanto a partir do mês de maio de 2014 até os dias atuais (maio de 2017), pode se observar um aumento drástico. O déficit público passou de quase 174 000 para 588 605 milhões de reais , ou seja, um aumento de 238%, o que corresponde aproximadamente a 6,75 % do PIB. Considerando esta trajetória desfavorável das *necessidades de financiamento do setor público* (NFSP), várias teses foram desenvolvidas para tentar determinar as causas e eventualmente propor soluções para reverter esta tendência. A argumentação dominante, e amplamente difundida nos meios de comunicação tradicional ou convencional, considera que o fator principal da degradação das finanças públicas está relacionado ao excesso de despesas públicas, daí a necessidade de contê-las em diferentes áreas estratégicas e fundamentais da economia tais como saúde e educação. A propósito, toda a lógica da PEC 55 (Proposta de Emenda à Constituição votada recentemente que congela o investimento público, visto como “gastos”, por vinte anos) parte deste pressuposto teórico implícito. Este artigo pode ser considerado como uma reflexão preliminar que se inscreve dentro de um quadro mais global de um vasto projeto de pesquisa cujo objetivo é caracterizar a origem, assim como as diferentes formas de manifestações do processo de *financeirização* da economia brasileira. A pretensão/ambiçãõ deste trabalho é aplicar esta noção de *financiarização* dentro do *setor das finanças públicas* no Brasil, contribuindo assim para a formalização *conceitual* de algumas hipóteses básicas de pesquisa, que sejam capazes de nos esclarecer as causas do famoso “*rombo fiscal*”. O conceito de *financeirização* da economia emergiu dentro da literatura econômica, no decorrer dos anos noventa, para caracterizar a natureza do regime de crescimento que teria substituído ao regime fordista [Chesnais (2002), p-4]. Carlos Braga [(1998) p-196] descreve este processo como sendo uma “*norma sistêmica de riqueza*” que determina o modo de definir, realizar e gerar a riqueza segundo uma lógica *predominante financeira*. Este fenômeno concerne ao setor financeiro tradicional (capital bancário e rentistas representados pelos chamados Investidores Institucionais), mas pode incluir também o conjunto dos diferentes agentes econômicos atuando dentro do setor privado ou público. As ilustrações são diversas: as grandes empresas ou corporações industriais [Claude Serfati (1999)], o Banco Central através da orientação da política monetária [Gerald Epstein (2001)],o próprio Estado via o processo de *securitização da dívida*, ou mesmo as famílias que atuam dentro dos mercados de títulos de renda fixa (obrigações), ou de rendas

variáveis (ações), [Catherine Sauviat (2004)]. Do ponto de vista global, quando uma economia *se financeiriza*, a relação de complementaridade que existe entre o setor financeiro e o setor produtivo se rompe para dar lugar a uma dinâmica macroeconômica *perversa*. Neste caso específico, o desenvolvimento das finanças somente é possível pela existência de uma punção da mais-valia criada que não será mais reinvestida dentro do ciclo produtivo [Pierre Salama (1999)], p-241). Assim, quando se inicia o processo de *financeirização* da economia, o capital “*se autonomiza*” da esfera produtiva na medida que ele busca alternativas de lucros fora dela. Ao lado do simples movimento de circulação D-M-D (Dinheiro- Moeda -Dinheiro), formalizado inicialmente por Karl Marx (1976), aparece uma outra circulação chamada de D´M-D´, onde o dinheiro parece se valorizar por si. Neste contexto, as formas “Dinheiro” ou “Moeda” tomadas pela mercadoria e que servem de intermediário para efetuar a sua troca, desaparecem no resultado final do movimento; é assim que *o valor parece ter adquirido a propriedade oculta de procriar a valor pelo simples fato de ser valor* [Karl, Marx (1976) p-119/20].

No quadro das finanças públicas, defendemos a hipótese central segundo a qual este processo *financiarização* se traduz por um fenômeno de *captação dos recursos do setor público* induzido por um mecanismo que podemos chamar de “*autonomização*” da dívida pública, o que compromete seriamente a capacidade de implementar qualquer tipo de política social/pública autônoma. Chamamos este processo acima descrito de *financiarização do déficit*, um conceito novo ou muito pouco explorado dentro da literatura econômica. Numa primeira parte, apresentamos a noção de finanças para em seguida lembrar o contexto histórico da *globalização financeira*, processo que deu origem ao que François Chesnais [ 2006, p-67] chama de *poder das finanças*. Depois de caracterizar a natureza deste poder particular tomada pelas finanças, construímos nossa hipótese do processo de *financiarização* do déficit público a partir de uma análise crítica dos pressupostos teóricos ortodoxos que nos leva a reconsiderar as interações possíveis entre déficit, dívida e juros dentro da esfera das finanças públicas.

## **2. Globalização financeira e emergência/consolidação do poder das finanças**

### **2.1- A noção de finanças**

As pesquisas desenvolvidas por Chesnais são de grande importância para compreender a noção de finanças. Segundo o autor, as finanças inclui o setor bancário tradicional<sup>2</sup> assim como o conjunto dos

---

<sup>2</sup> No caso do Brasil, podemos incluir os bancos nacionais públicos e privados (tais como Itaú Unibanco ou o Banco do Brasil respectivamente) assim como os bancos estrangeiros (Santander por exemplo). Precisamos também considerar o setor bancário ao diferente nível de atuação geográfico (federal, estadual e municipal), além das suas funções múltiplas.

agentes econômicos que integram o famoso grupo dos Investidores Institucionais. Estes últimos (que são os principais atores do mercado financeiro internacional) são:

“(...)as instituições especializadas na centralização do dinheiro inativo que busca aplicações ou títulos, quer dizer (são elas) os fundos de pensões e fundos mútuos, as grandes sociedades de seguro e os grandes bancos, assim como os suportes institucionais, em primeiro lugar os mercados de títulos que garantem ‘a liquidez’ das aplicações que permitem valorizar o dinheiro que se tornou capital sob forma de interesse, de dividendos e de mais-valia na bolsa (...)”, [Chesnais (2006), p-67], Tradução].

Mesmo assim que nós não podemos negligenciar a capacidade financeira das grandes corporações industriais ou multinacionais [Claude Serfati (1999)], os fundos de pensões e os fundos mútuos constituem, de longe, os principais atores do mercado financeiro internacional em termo de volume ou valor das suas transações financeiras [ Catherine Sauviat (2004, p-99) e Dominique Plihon [2004, p-26]. Portanto, dentro do contexto específico da economia brasileira, a sistema bancário (chamado tradicionalmente de finança indireta) ocupa um papel fundamental ou particular, tanto como ator relevante do mercado de capitais, quanto como agente participante do mecanismo de *financeirização* ou da *valorização rentista* da economia [Diawara (2006), p-241]. De acordo com Farhi (2003), a adoção de *comportamentos patrimonialistas ou rentistas* dos bancos brasileiros se inscreve fundamentalmente numa perspectiva histórica de longo prazo que considera as profundas mutações da finança internacional (passagem de um *Bank led system* a um *Market led system*), assim como o processo de transmissão/adoção de modos de gestão americano do risco pelo resto do mundo. Em seguida, com as mutações ocorridas dentro do sistema financeiro nacional (privatização e desnacionalização do sistema bancário) os grandes bancos (privados nacionais e estrangeiros) tendem a adotar estratégias que viabilizam um maior uso de fundos externos e um maior nível de racionamento do crédito [Carneiro, (2002)]. Durante a década de oitenta, época da chamada *década perdida*, os grandes bancos brasileiros realizaram substanciais lucros via o mecanismo de imposto inflacionário em um contexto de *regime monetário dual*<sup>3</sup> [Belluzzo e Almeida (2002, p-148)] e [Bruno (2012), p-11 ]. Durant a década de noventa, foi num quadro de um regime monetário a forte restrição [Bruno (2012), p-11] que legitima a preservação da *liquidez financeira* [ Diawara (2006), p-

---

<sup>3</sup> A partir de uma visão holista da sociedade e da hipótese de diferenciação e de complexificação das sociedades modernas em campo de práticos heterógenos (o campo do econômico e o campo do político), o conceito de regime monetário-financeiro pode ser definido como sendo o “*resultado de estruturas organizacionais e institucionais (públicas e privadas) que servem de suporte a circulação monetária e financeira, lhe conferindo uma forma de regularidade determinada em função das atividades econômicas, das relações Estado-sociedade e do próprio desenvolvimento da acumulação de capital*” [Bruno Thérêt (1992), tradução]. Para o caso específico da economia brasileira, o *regime monetário dual* faz referência ao fato que circulava dois tipos de moeda, cada uma refletindo uma das funções da moeda: uma moeda não indexada [a massa monetária M1 e os salários dos trabalhadores não indexados], e uma moeda indexada [são os ativos financeiros representando a dívida pública assim como as ações das grandes empresas atuando no setor excedentário das exportações).

241] <sup>4</sup>, que os bancos lucraram. Pode-se sublinhar que os grandes bancos brasileiros constituem, por outro lado, os principais credores do setor público. Isso ocorre através do processo de *securitização da dívida pública*, ou seja, da transformação/conversão da dívida pública em títulos negociáveis e atraentes (pois altamente rentáveis considerando a sua indexação à taxa básica da economia, a Selic) dentro do mercado de capital <sup>5</sup>. Este mecanismo de securitização da dívida pública, no caso do Brasil, é tão desenvolvido que não é abusivo retomar a expressão de François Chesnais (1994) de *mercantilização da dívida* quando ele se referia ao caso dos principais países industrializados (países dito do G7) que entraram na era do *monetarismo e conservantismo* ao decorrer da década de oitenta.

## **2.2. O poder das finanças: origem histórica e introdução de algumas hipóteses para caracterizar a sua natureza.**

É central lembrar o contexto histórico para entender como se materializa, dentro do capitalismo contemporâneo, o chamado poder das finanças, cujos fatores são multidimensionais. Podemos considerar que foi dentro do processo da *globalização financeira* que este poder emergiu e se consolidou.

### **a. As três grandes fases da globalização financeira.**

Chesnais [1999, p-24] relembra, com justeza, as três fases do processo de globalização financeira que se inicia, primeiramente por uma profunda transformação ou desregulamentação do sistema financeiro americano a partir da década de sessenta até o final dos anos setenta. Este período (1960-1979), que o autor chama de “*Internacionalização financeira indireta dos sistemas nacionais fechados*” marca a transição dos Estados Unidos em direção das finanças voltadas pelo mercado ou *finance led Market*. Dentro deste período, grandes mutações apareceram: a internacionalização dos serviços bancários (com a expansão dos empréstimos internacionais e o desenvolvimento do mercado dos eurodólares alimentado inicialmente pelos petrodólares), a difusão das inovações financeiras (novos produtos financeiros tais como os *Swaps* ou as *Options* no mercado de derivativos, assim como o mecanismo de *securitização da dívida pública*), e por fim, a emergência de novos atores financeiros (Fundo de pensão e fundos mútuos etc). A fase de expansão da *finança indireta* nos Estados Unidos se realiza, portanto, dentro do contexto de esgotamento do regime de crescimento fordista (RCF), desabamento do sistema monetário de Bretton Wood e passagem de um regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flexível. Assim, o mercado de câmbio será o primeiro

---

<sup>4</sup> Trata-se de regras monetárias e convenções financeiras (erigidas dentro do sistema monetário organizado) que garantem a *liquidez* dos títulos financeiros, ou seja, a sua circulação na esfera da sociedade e a sua aceitação como forma particular da riqueza. A *liquidez financeira* não constitui uma propriedade intrínseca de um ativo, mas resulta de uma *invenção institucional* que torna negociáveis os títulos emitidos dentro do mercado financeiro [Michel Aglietta e al (2002)].

<sup>5</sup> Diferentes títulos atraentes são emitidos pelo Tesouro: Os LTN (letras do tesouro nacional), LFT (Letras do tesouro financeiro), NTN (Notas do tesouro nacional).

compartimento do mercado financeiro a se internacionalizar e integrar ao movimento da globalização financeira [Plihon (1999)]. A segunda etapa da globalização financeira (que engloba o período 1980-1985), é a da adoção das políticas neoliberais de desregulamentação financeira por parte dos principais países industrializados (o chamado G7: Estados Unidos, França, Alemanha, Itália, Reino Unido e Japão). Esta fase se inicia com a famosa “*revolução conservadora*” ou a implementação de políticas monetárias e orçamentárias restritivas com a finalidade de conter a inflação num contexto de estagnação do crescimento econômico<sup>6</sup>. O presidente do Banco Central americano (a Federal Reserve) Paul Volcker, aumentou drasticamente as taxas de juros, e nos países do G7, a taxa de juros reais, que era muito baixa durante o período de 1960-69 (0,8%) ou até negativa no período de 1970-79 (-0,5%) subiu drasticamente (6% no período 1980-89), [Plihon (1999), p-102]. Com a ruptura da indexação dos salários junto com a produtividade do trabalho, a perda da legitimidade do *Keynesianismo* (que prevalecia durante o período de pós-guerra) e a adesão ao (néo)liberalismo pregado pelo economista e filósofo Friedrich Von Hayek através da Sociedade do Mont Pèlerin, é o próprio papel do Estado dentro da sociedade que é questionado. Os regulacionistas ou institucionalistas franceses veem nessas grandes mudanças de orientação de política econômica uma mutação no próprio *modo de regulação* da economia: a passagem de um regime de finanças administradas fundado num *modo de regulação salarial* para um *modo de regulação concorrencial* no qual os ajustamentos macroeconômicos não se fazem mais através da variação da massa monetária ou da inflação, mas sim através da variação das taxas de juros. O compromisso social implícito, que fundava o RCF e que era apoiado “*na Pax Americana, a aceitação dos métodos modernos de produção, uma concorrência bem temperada, uma pura moeda de crédito bem controlada por um Estado deliberadamente intervencionista*” [Boyer (1998), p-9], foi complementarmente posto em questão. Por fim, a terceira fase (período 1986-1995), reflete a integração/incorporação dos países ditos *periféricos, emergentes* ou *em desenvolvimento* dentro do processo da globalização financeira.

No caso particular do Brasil, a adoção das políticas de privatização e liberalização comercial e financeira já se inicia no final da década de oitenta com a criação do Plano Nacional de Desestatização (PND), e se intensifica durante a presidência de Fernando Henrique Cardoso ao longo da década de noventa<sup>7</sup>. Luiz Bresser Pereira (2003) vê na adoção do Consenso de Washington<sup>8</sup>, uma forma de

---

<sup>6</sup> O desaquecimento do crescimento econômico junto com a inflação produziu uma situação macroeconômica chamada de *estagflação*. A inflação durante o período 1970-1979, alimentado entre outros pelos dois choques no preço do petróleo, chegou a dois dígitos (10,7%) A taxa do crescimento econômico, que era bem perto de dois dígitos no auge do RCF, caiu para 2,8% no período 1980-1989 nos países do G7 [Plihon, (1999), p-100].

<sup>7</sup> Em 1996, mais de 117 empresas nacionais foram privatizadas em diferentes setores estratégicos da economia tais como energia, transporte, mineração, telecomunicação, siderurgia e metalurgia [Baer (2002)].

<sup>8</sup> O consenso de Washington é uma lista de medidas formuladas em novembro de 1989 pelos economistas das instituições financeiras (FMI, Banco Mundial, Departamento do tesouro americano), e que serão em seguida reformuladas ou conceitualizadas pelo economista John Williamson (1990). Estas medidas visam a promover o “*ajustamento macroeconômico*” necessário dos países em desenvolvimento para atingir um crescimento econômico sustentável.

*alienação ideológica* da elite brasileira frente ao discurso neoliberal promulgado pelas grandes instituições internacionais (FMI, Banco Mundial...). Muito além da hipótese da *alienação ideológica*, a adoção das políticas neoliberais são também o corolário de um processo histórico complexo cuja origem reside nas interações entre fatores de ordem econômico, político e ideológico. Neste sentido, a análise sociológica e política estabelecida por Boito (1999) ou Sallum (1996 e 2001) nos parece central. Ela permite entender como a *velha aliança* da era Vargas que reuniu as forças políticas em presença em torno do projeto desenvolvimentista (fundamentado pelos economistas da Unicamp entre outros) se desagregou para dar lugar a um novo *bloco hegemônico* no poder, uma nova aliança que aderiu ao projeto neoliberal de abertura dos mercados. Brasílio Sallum (2001, p-117/118) relembra, em seguida que « *uma classe dominante não se transforma em classe dirigente a menos que ela consiga se organizar e conferir aos seus interesses uma dimensão global para a sociedade. Isso só acontece quando os dirigentes políticos descobrem uma fórmula que geraria uma adesão majoritária das forças políticas em presença* ». Esta fórmula ou *referencial* é a estabilidade monetária que fundamenta a *legitimidade discursiva* dos governantes neoliberais [H. Diawara (2016), p-225]<sup>9</sup>.

Assim exposto as três grandes fases, a globalização financeira pode ser definida como um processo de integração dos diferentes compartimentos dos mercados financeiros (não apenas a nível nacional, mas também a nível internacional), integração que leva a formação de um “*mercado mundial*” de *capitais*. Cabe frisar portanto, que o que se chama de “*mercado mundial*” de capitais não corrobore os pressupostos teóricos de *eficiência informacional* e *alocativa* da ideologia da globalização financeira [Plihon (2007) e Prado].

#### **b. Da globalização financeira ao fortalecimento do poder do « *capital financeiro* »**

A adoção de políticas de liberalização e desregulamentação financeira acelerou o processo da globalização financeira e favoreceu o desenvolvimento e fortalecimento dos mercados financeiros. François Chesnais [2006, p-67] relembra que : “ *A Finança beneficiou (do processo) de liberalização e desregulamentação, tanto dos fluxos financeiros quanto do conjunto dos fluxos ligado ao ciclo completo de valorização do capital* ” . Este poder das finanças é um fenômeno complexo e multidimensional. Ele pode ser compreendido ou entendido tanto do ponto do vista microeconômico (quer dizer ao nível da gestão/ ou controle de uma empresa como o atesta a rica literatura sobre a *corporate governance*<sup>10</sup>) como do ponto do vista macroeconômico (quer dizer ao nível da própria

---

<sup>9</sup> Jobert e Muller (1987), mostram que a legitimidade de uma autoridade política designa dois tipos de processos complementares. De um lado, os processos que garantem que o titular da autoridade foi eleito segundo as procedures aceitas (o voto, a herança, o concurso...), e de um outro lado, os processos que garantem que a autoridade atue segundo as procedures aceitas (a lei, a regulamentação...). Nós nos inspiramos do conceito de legitimidade desenvolvido pelos autores para introduzir a noção de *legitimidade discursiva*. Esta última se constrói a partir da retórica ou da simbólica do discurso para apresentar uma ação política (ou uma política econômica) como algo de justo e necessário.

<sup>10</sup> Plihon (2004) e Sauviat (2004).

orientação das políticas econômicas dos governantes; esse caso inclui toda a literatura sobre a questão da perda da soberania monetária do Estado assim como a literatura sobre a instabilidade financeira ligada às atividades especulativas). Assim, do ponto de vista geral, os agentes das finanças fundamentam o seu poder quando se tornam acionistas majoritários de uma grande empresa ou corporação ou quando se tornam credores dos próprios Estados. É neste sentido que François Chesnais [2016, p-67] afirma “*Ela (as finanças) devem o seu poder econômico particular e o seu poder social extremamente importante aos meios que permitiram aos investidores de controlar/administrar uma empresa e de influenciar na orientação da política econômica da maior parte dos Estados*”. Defendemos também a hipótese segundo a qual este poder se materializa, do ponto de vista geral ou global, através do processo de *financeirização* da economia<sup>11</sup>. Dentro do capitalismo globalizado/mundializado, a relação de poder entre capitalistas/trabalhadores, que era considerada como «*equilibrada*» na época do fordismo, mudou substancialmente em favor dos primeiros, ao ponto que certos economistas não hesitam em falar de “*Ditadura dos credores*” [Fitoussi (1995)] ou de “*tiranía dos mercados financeiros*” [Bourguimat, (1995)]. No quadro da economia brasileira, a *financeirização* da economia e a adoção de um *comportamento patrimonialista* dos agentes econômicos que comandam e financiam o investimento (Empresas e Bancos respectivamente) se produziu, numa primeira fase, dentro de um regime monetário dual (década de oitenta) e se perpetuou na década seguinte dentro de um regime monetário que legitima a preservação da *liquidez financeira*.

Para concluir nossa reflexão sobre o poder das finanças, apresentamos a noção seguinte de regime de crescimento financeirizado<sup>12</sup>: trata-se de um regime onde as finanças ocupam uma posição central considerando a sua capacidade de influir na gestão de uma empresa e de maneira geral considerando a sua capacidade de influenciar no ritmo da acumulação do capital e nas próprias decisões dos governantes/Estados em termo de orientação da política econômica. Retomando a hipótese de *hierarquização institucional*<sup>13</sup> de Robert Boyer assim como a da *dominância financeira* nos propomos o esquema 1 (se referir à página p-17) e quadro 1 para caracterizar a natureza do regime de crescimento no Brasil.

---

<sup>11</sup> Para um breve resumo teórico da literatura econômica (nacional e internacional) sobre o processo de financeirização assim como os diferentes indicadores para medi-lo se referir ao trabalho de Diawara e al (2011).

<sup>12</sup> Dentro da literatura econômica, diferentes expressões são usadas tais como: *Financed-led growth regime* [Boyer(1998)], Regime de acumulação a *dominância financeira* [Chesnais(2002)], regime de acumulação ou patrimonial/acionarial [Plihon (2004)].

<sup>13</sup> Uma forma institucional será dita “*hierarquicamente superiora*” em relação a uma outra se a sua evolução implica uma transformação desta forma na sua configuração e na sua lógica [Boyer (1998), p-27]. Dentro de uma perspectiva regulacionista, o modo de regulação é determinado pelas formas institucionais. Existem cinco formas institucionais: a relação do estado à sociedade, as relações salariais, o regime de concorrência, o regime monetário financeiro, e a modo de inserção da país dentro da economia mundial.



## Quadro 1: Comentário do esquema 1

Mesmo que a adoção das políticas neoliberais seja o corolário de diferentes fatores de ordem sociológico, econômico e histórico, ela não deixa de ser uma *escolha política*. Esta escolha política (ponto A2) viabiliza a adoção do plano Real em 1994, e no final dos anos noventa, a adoção do *tripé macroeconômico*<sup>14</sup>, o qual foi *facilitada pela própria* posição hegemônica do capital financeiro (ponto A) que estrutura ou subordina a política monetária (ponto A1) . No Quadro do regime monetário, são criadas normas financeiras (indexação dos ativos financeiros emitidos pelo Estado à taxa Selic por exemplo) que garantem a manutenção de juros altos e a rentabilidade dos títulos da dívida pública (ponto B e C). A retórica baseada na teoria da credibilidade e a necessária luta contra a inflação (via o controle da *demanda interna*) legítima, no plano discursivo, tais políticas. A manutenção da *liquidez financeira* num contexto de desinflação<sup>15</sup>, (ponto B1), favorece, de um lado, o comportamento patrimonialista das grandes corporações atuando no setor bancário e produtivo (ponto C1 D1) ,e por outro lado, alimenta a instabilidade macroeconômica ligada ao aumento da vulnerabilidade externa (ponto C2). A *acumulação financeira* da riqueza, viabilizada pelas condições de financiamento da dívida pública, gera um processo de *financeirização* da economia (Ponto D1). O fenômeno de destruição/enfraquecimento das relações salariais (Ponto D2), ou seja a acentuação da flexibilidade, e informalidade do mercado de trabalho assim como o aprofundamento das desigualdades sociais, resulta da tendência à diminuição dos investimentos produtivos causada, de um lado pela própria *financeirização* e do outro lado pela desinflação competitiva e a valorização da taxa de câmbio real (Ponto D). Esta precarização do mercado de trabalho é também o corolário de uma redefinição do papel do Estado (Ponto B2) dentro de um novo regime de concorrência considerando a fragmentação da luta sindical (posição B2).

### 3. O mecanismo de financeirização do déficit público: uma especificidade da economia brasileira

Começaremos com uma breve definição da noção contável do déficit público; introduziremos em seguida o que nós entendemos pelo conceito de financeirização do déficit público. E por último apresentaremos algumas ilustrações empíricas sobre as trajetórias recentes do déficit público, da dívida pública e das taxas de juros. Concluiremos apresentando os pressupostos implícitos ao processo de *financeirização do déficit público* dentro de uma análise crítica da teoria convencional.

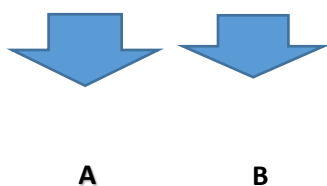
#### 3.1. A noção do déficit público

O indicador convencional que mede a variável do déficit público é chamado de *Necessidade do Financiamento do Setor Público*. Este indicador se apresenta da maneira seguinte:

<sup>14</sup> Em 1999, foram adotados três grandes eixos em temo de política econômica para controlar a inflação e sustentar o crescimento econômico no longo prazo: o regime de câmbio flutuante, o superávit primário das contas públicas, (*lei da responsabilidade fiscal*) e o regime de metade de inflação.

<sup>15</sup> Desinflação em comparação à década de oitenta e aos primeiros anos da década de noventa. Em junho de 1994, a inflação era de 48,24 % mas a partir de setembro de 1994 diminuiu para 1,4%. Este processo de desinflação se explica também (além das reformas monetárias) pela brutal abertura econômica e a intensificação da concorrência dentro do setor produtivo.

$$DT = (Dp - Tt) + It(BT + BT *)$$



$Dp$  = As despesas primárias do governo

$Tt$  = As receitas ou impostos recolhidos pelo governo

$It$  = A Taxa de juros básica da economia, a taxa Selic (exprimida em termo nominal)<sup>16</sup>.

$ItBT$  et  $ItBT *$  representam respectivamente os juros que o governo deve pagar sobre os títulos detidos pelos residentes e não residentes (estrangeiros). De maneira geral, a parte A das NFSP representa o déficit primário (isso se produz quando  $Dp > Tt$ , de modo que quando temos  $Dp < Tt$  trata-se de um excedente primário) e B representa a parte financeira das NFSP. Esta última parte evolui exclusivamente em função da variação do estoque da dívida ou do estoque do endividamento público (interno e externo) e em função da variação dos juros nominais ou da taxa Selic.

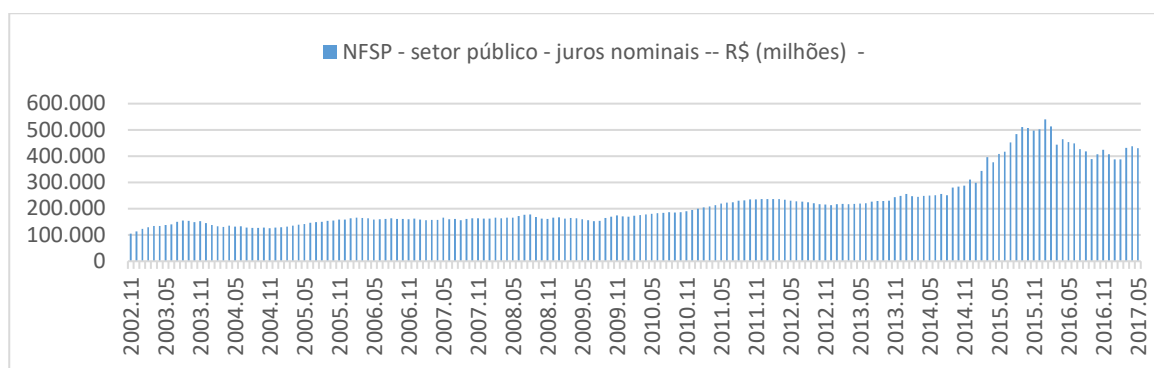
Vale a pena destacar que a parte A do déficit público pode se decompor em duas sub-partes: o *déficit primário conjuntural* (que aumenta automaticamente quando o crescimento econômico se desaquece e as receitas fiscais se reduzem) e o *déficit primário estrutural* (que não depende das modificações da conjuntura econômica).

### 3.2. Algumas evidências empíricas

A análise dos dados empíricos não permite corroborar a tese segundo a qual o déficit público no Brasil está relacionado ao excesso de despesas públicas primárias (parte A das NFSP). Com efeito, durante o período de 2002 até 2017, o déficit público no Brasil evoluiu da seguinte maneira:

**Gráfico 1: Evolução das necessidades de financiamento do setor público entre 2002 e 2017 , conceito nominal, valor mensal.**

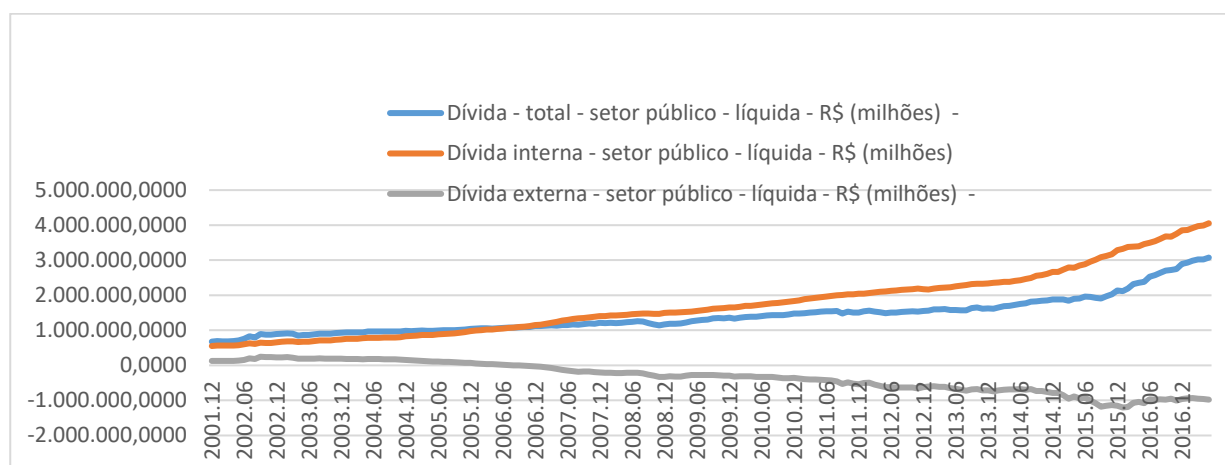
<sup>16</sup> Se nós descontamos a inflação da taxa de juros nominais, teríamos o *conceito operacional* (e não nominal) das NFSP.



Fonte: Gráfico elaborado pelos autores a partir dos dados do IPEA

Podemos constatar que desde 2002 até 2017, o valor do déficit público foi bastante expressivo em termos mensais (nunca foi inferior a 100 milhões de reais). Portanto este último, além de ser alto, piorou nos últimos anos, principalmente a partir de maio de 2014 onde ele atingiu o nível de 255 milhões de reais. O estudo aprofundado dos dados, nos leva a considerar as duas partes, A e B, das necessidades de financiamento do setor público.

**Gráfico 2: Evolução da dívida pública líquida total, da dívida pública interna e da dívida pública externa durante o período de 2002-2017 (isto é a “ parte B” do déficit público).**



Fonte: Gráfico elaborado pelos autores a partir dos dados do IPEA

Interessante observar que a dívida líquida total do setor público se explica principalmente pela dinâmica da dívida interna pública. Com efeito, o valor da dívida externa a partir de 2006 se torna

negativo na medida em que se subtrai o valor das reservas internacionais excedentárias<sup>17</sup>. Temos a estrutura seguinte da dívida total líquida do setor público:

**Tabela 1: estrutura da dívida líquida total.**

Valores expressados em % do PIB (maio de 2017)	
Dívida pública total líquida	48%
Dívida externa líquida	-15%
Dívida interna líquida	63,47%

Fonte: Tabela elaborada pelos autores a partir dos dados do IPEA

**Tabela 2: Estrutura da dívida interna pública: quem são os credores?**

Nomes dos credores	% da dívida interna pública
Bancos nacionais e estrangeiros	47,24%
Fundos de Investimento	17,77%
Fundos de Pensão	12,84%
Investidores estrangeiros	11,32%
FGTS, FAT <sup>18</sup> e outros fundos administrados pelo governo	4,58%
Seguradoras	3,13%
Outros	3,12%
Fonte: Auditoria Cidadã da Dívida, tendo como base a tabela disponível em: <a href="https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/Anexo_RMD_Julho_2013.zip">https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/Anexo_RMD_Julho_2013.zip</a>	

<sup>17</sup> Se referir ao jornal Folha de São Paulo: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi02079814.htm> publicado em 02/07/1998.

<sup>18</sup> FAT é o fundo de amparo ao trabalhador e FGTS é o fundo de garantia do tempo de serviço

**Gráfico 3: Evolução das NFSP (conceito primário) entre 2001 e 2012 , valor mensal, em milhões de reais (isso é a “parte A” do déficit público).**

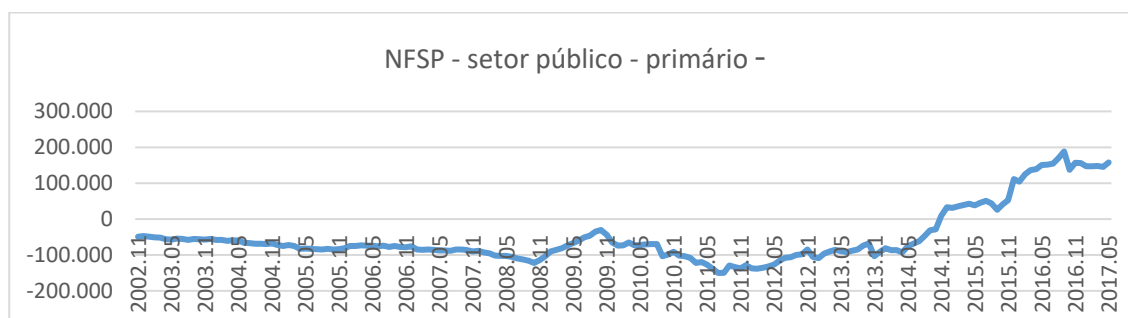


Gráfico elaborado pelos autores a partir dos dados de IPEA

É importante frisar que o que explica a dinâmica do déficit público no Brasil é fundamentalmente a *parte B* da equação (parte financeira) e não a parte A (déficit primário). Com efeito, durante aproximadamente doze anos (de 2002 até 2014), o Brasil teve um excedente primário bastante expressivo, ou seja, as despesas primárias foram amplamente inferiores às receitas públicas. O excedente primário atingiu até 4,01% do PIB em 2008. Em novembro de 2013, o Brasil teve um excedente primário de 103 milhões de reais. Em seguida, num contexto de conjuntura externa desfavorável e de desaquecimento do crescimento econômico interno, as receitas fiscais se abaixaram drasticamente o que justifica uma degradação quase automática do resultado primário ou o aumento do *déficit primário conjuntural*. Já em dezembro de 2014, o excedente primário diminuiu para 32 milhões de reais para se tornar um déficit primário em maio de 2017 de 157,7 milhões de reais. Nossa tese é que a explicação central para entender a dinâmica da dívida pública interna está relacionada à trajetória exorbitante das taxas de juros no Brasil:

**Tabela 3: A Taxa Selic fixada pelo Copom (Comitê da política monetária).**

As datas de reunião do Copom	Fixação da taxa Selic
08/03/2012	9.75%
26/04/2012	9%
03/05/2012	8.85%
12/07/2012	8%
30/08/2012	7.50%

<i>12/10/2012</i>	<i>7.25%</i>
18/04/2013	8.5%
10/10/2013	9.5%
28/04/2013	10%
03/04/2014	11%
30/10/2014	11.25%
04/01/2014	11.75%
22/03/2015	12.25%
05/01/2015	12.75%
30/04/2015	13.25%
04/06/2015	13.75%
30/07/2015	14.35%
Tabela elaborada pelos autores a partir dos dados do IPEA	

Podemos sublinhar que durante a presidência de Dilma houve uma tentativa de diminuir a taxa Selic de maneira expressiva: pode se observar uma diminuição histórica e progressiva iniciada a partir do dia 8 de março de 2012 até o dia 18 de abril de 2013. A partir desta última data, a taxa Selic retomou uma trajetória ascendente até atingir o valor exorbitante de 14,35 % em 2015. Este nível das taxas de juros pesa na economia como ilustra o gráfico seguinte:

#### **Gráficos 4: Taxas de juros pagos sobre os títulos federais em % do PIB entre 1999 e 2017.**

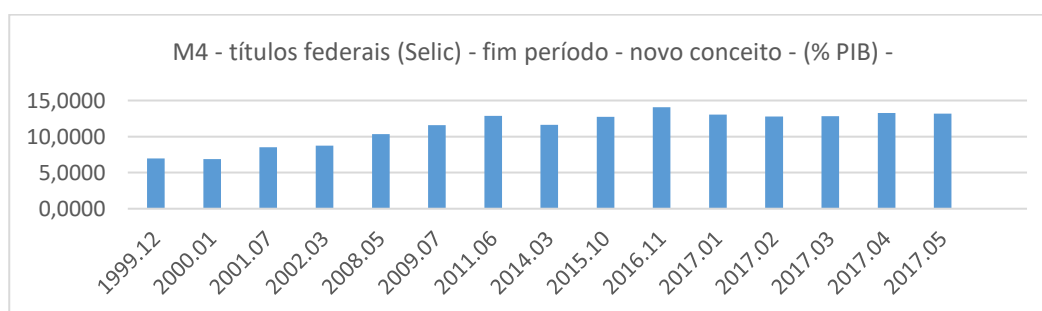


Gráfico elaborado pelos autores a partir dos dados de IPEA

### **3.3. O que nós entendemos por *financeirização do déficit público***

#### **a- *Uma definição preliminar***

Dentro da literatura econômica nacional, a ideia implícita de *financeirização do déficit público* (mesmo que este processo já tenha sido bem descrito) até então não tem sido objeto, de acordo às nossas pesquisas, de uma formalização ou conceitualização rigorosa ou amplamente desenvolvida<sup>19</sup>. Por *financiarização do déficit público* nós pretendemos definir, identificar ou caracterizar o processo de deslocamento dos recursos públicos para o setor financeiro a partir de uma expansão/autonomização da dívida pública. Este processo alimenta a acumulação financeira privada, ao mesmo tempo que prejudica a própria autonomia das políticas públicas ou sociais. Considerando este pressuposto teórico, não nos parece conveniente do ponto de vista metodológico, separar a análise do impacto das políticas sociais e redistributivas das práticas de gestão observadas no campo das políticas monetária e fiscal. Ao repensar as políticas econômicas no campo da moeda e da fiscalidade, seria possível, acreditamos, aprender com mais clareza a questão da autonomia ou perda de soberania na gestão das políticas públicas no Brasil e influir na dinâmica das desigualdades sociais<sup>20</sup>. Obviamente, tal processo econômico e social, dificilmente ocorreria sem uma profunda reforma no modo de funcionamento das instituições políticas. E daí surge a importância do conceito ou da disciplina de *Economia Política*.

***b. Os pressupostos teóricos implícitos: partir de uma análise crítica da teoria convencional***

No quadro do pensamento convencional (monetarista e ortodoxo/ neoclássico), existe uma vasta literatura que busca analisar os impactos macroeconômicos das políticas econômicas orçamentárias (aumento das despesas públicas) ou fiscais (aumento dos impostos). A variável das despesas públicas é geralmente apresentada em correlação com a das taxas de juros: o aumento da primeira gera uma subida da segunda o que induz um efeito de *substituição/evicção* (*crowding out effect*) das despesas privadas susceptível de comprometer o crescimento econômico ( [Friedman (1969),p-50 e Spencer e al, (1970)]. Dentro da literatura convencional se estabelece também uma relação entre a expansão das despesas públicas e a dinâmica dos preços (Friedman, 1969), o que contribui para piorar os indicadores da conjuntura econômica e aumentar a “*risco país*” (ou o prêmio de risco), que reflete o grau de confiança que o mercado financeiro concede à política econômica de uma nação ou o grau de confiança que os investidores internacionais conferem à moeda de um país [Arida (2003)]. Quaisquer que sejam os mecanismos considerados, o aumento das despesas públicas é geralmente

---

<sup>19</sup> No Brasil, temos os trabalhos de Maria Lúcia Fattorelli , a administradora e coordenadora nacional da empresa Auditoria Cidadã da dívida. Ela publicou um artigo inspirador no Jornal Carta Maior em 2015: <http://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Maria-Lucia-Fattorelli-a-brasileira-que-audita-a-economia-grega-para-o-Syriza/7/33158>.

<sup>20</sup> No Jornal *Le Monde Diplomatique* , Maria Fattorelli publicou o artigo “*A inflação e a dívida pública*” onde ela analisa a repartição setorial do orçamento geral da união em 2010, o qual atinge o valor de 1,414 trilhões de reais. Segundo os dados apresentados, 44,93% deste orçamento é destinado ao pagamento dos juros, amortizações e financiamento da dívida, em vez que para o setor da saúde e da educação, temos apenas 3,91% e 2,89% respectivamente.

visto como algo *suspeito/indesejável* sendo considerado como uma *falta de responsabilidade* dos governantes na gestão das finanças públicas.

**i- Política fiscal e « the crowding out effect »**

No seu texto « *The crowding out of private expenditure by fiscal Policy actions* », Spencer et al (1970), analisam o conjunto da literatura econômica para evidenciar o possível efeito de evicção gerado por uma política orçamentária. Os autores relembram que, os supostos efeitos expansivos<sup>21</sup> do déficit público são questionáveis considerando a existência de um *efeito de evicção ou de substituição*. Este efeito ocorre devido ao próprio modo de financiamento das despesas públicas como sublinha o autor: “*The method of financing Government expenditures influences economic stabilization*”. A tese desenvolvida por Spencer já se encontra na análise monetarista de Friedman [(1969),p-50]:

“*The state of the government budget has a considerable effect on interest rates. If the federal government runs a large deficit, that means the government has to borrow in the market, which raises the demand for loanable funds and so tends to raise interest rate* ».

Neste caso, a política de aumento das despesas públicas tem como consequência pressionar a taxas de juros para cima o que dificulta o desenvolvimento do setor privado (diminuição das despesas ou dos investimentos privados). Cabe frisar que em alguns modelos econômicos, outras variáveis (além do modo financiamento das despesas públicas) são incluídas para justificar a existência do efeito de substituição. Com efeito, Musgrave et al (1970)<sup>22</sup> por exemplo, via um modelo tipo IS-LM, integram uma série de variáveis de ordem estrutural e conjuntural tais como a elasticidade das taxas de juros em relação à dívida (ou a preferência pela liquidez dos agentes econômicos) e a existência ou não de uma política monetária expansionista. Os autores concluem que, sob certas condições, o *efeito* riqueza (aumento da renda ligada à expansão dos diferentes componentes da demanda agregada) pode ser inibido ou mais que compensado pelo *efeito de substituição* o que induziria uma trajetória econômica depressiva (redução do nível de consumo e do investimento privado). Dentro do modelo apresentado por Culbertson (1968)<sup>23</sup>, o sistema econômico seria regido pela famosa *lei natural*, a que estabelece ou garante as regras de concorrência entre os agentes econômicos considerados racionais. Assim,

---

<sup>21</sup> Questionáveis, segundo o autor, pois os keynesianos defendem a ideia de um impacto expansionista das despesas públicas via o jogo do multiplicador: “*contemporary Keynesian holds that all of the free techniques of government finance involve something more than a simple transfer from private to government sector*” [Spencer (1970), p-14]. Os três modos de financiamento das despesas públicas sendo a variação da moeda (política monetária), a variação da dívida ou a variação dos impostos (política fiscal).

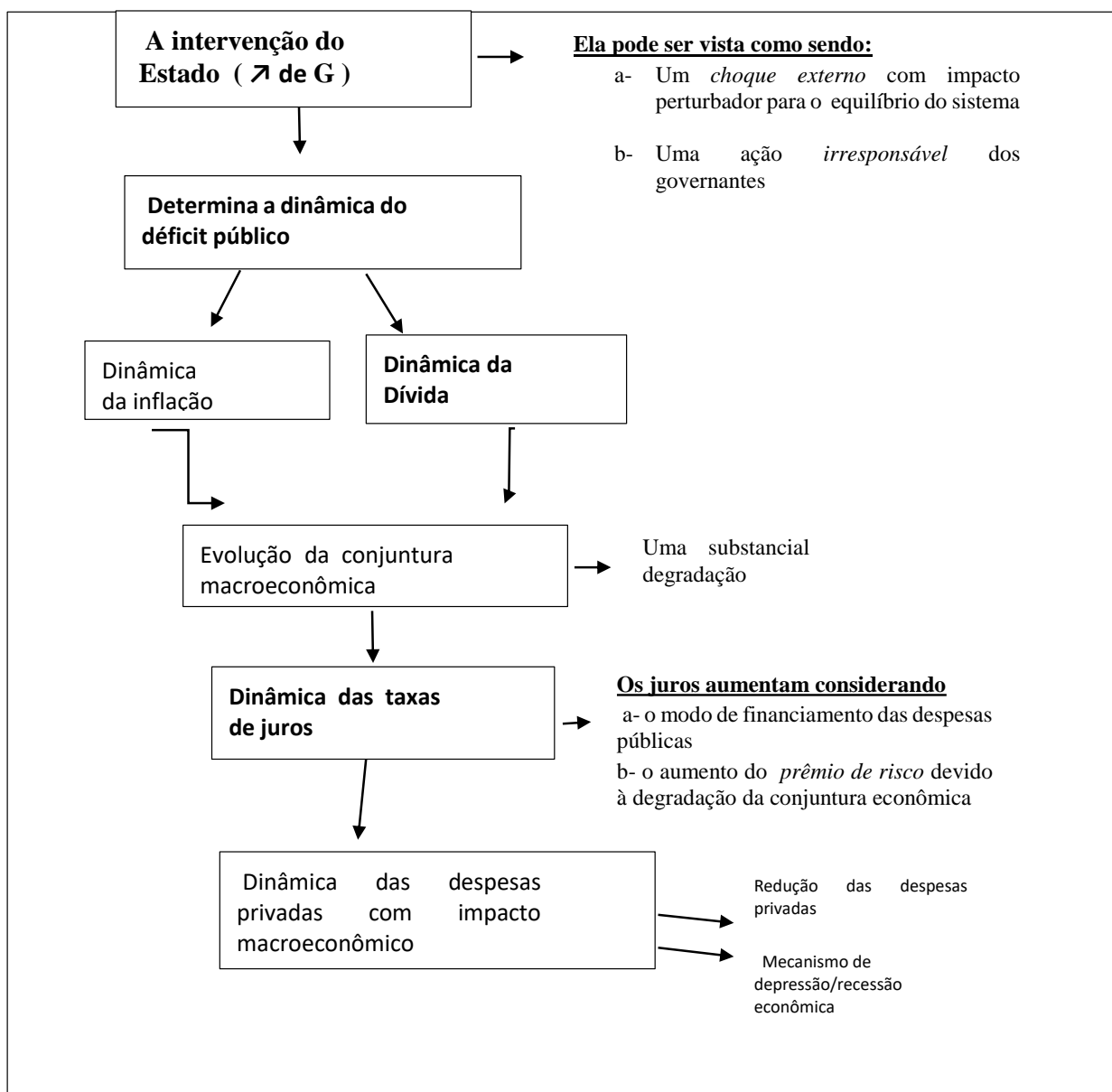
<sup>22</sup> Musgrave (1959), citado por Spencer et al [(1970) p-19].

<sup>23</sup> Culbertson (1968) citado por Spencer et al [(1979), p-13].

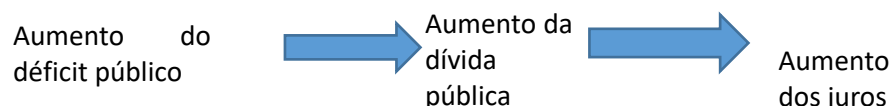


retomando a hipótese fundamental da *eficiência dos mercados* (*eficiência informacional e alocativa*), o sistema econômico deve evoluir para o ponto de equilíbrio (o de pleno emprego) de tal forma que  $Cp + Ip = 1$  [ $Cp$  et  $Ip$  sendo as despesas privadas; neste caso específico, a variável  $G$  (as despesas públicas) é nula]. A intervenção do Estado é percebida como um “choque externo” susceptível de perturbar o equilíbrio natural do sistema econômico de tal maneira que: se  $G \neq 0$  então temos obrigatoriamente  $Cp + Ip + G > 1$ , o que induz automaticamente uma redução de  $Ip$  para reestabelecer o equilíbrio macroeconômico. De modo geral dentro da análise convencional, temos interações entre as variáveis seguintes:

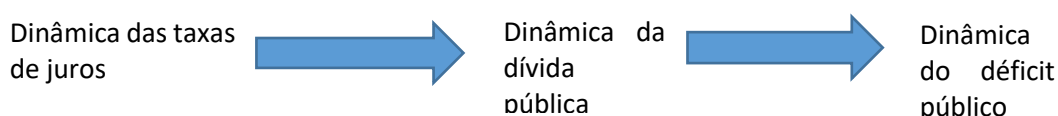
**Esquema 2: As interações entre Déficit, dívida e juros dentro do quadro convencional**



Ou seja temos a seguinte relação entre as principais variáveis:



Defendemos, portanto, a tese segundo a qual este quadro analítico não pode ser aplicado ao caso da economia brasileira. Ou seja, para entender as razões da degradação das finanças públicas no Brasil devemos superar esta visão convencional das interações entre déficit, dívida e juros e considerar a nova relação (relação invertida) seguinte<sup>24</sup>:



A manutenção das taxas de juros em um nível exorbitante (pois superior à 10 % ao ano) no Brasil se explica pela *dominância financeira*, ou seja, a forte impregnação dos interesses *rentistas*, patrimonialistas dentro da sociedade, o que legitima a adoção de políticas econômicas ou *normas monetárias* rigorosas, mas que garantem a *liquidez financeira*, isto é a rentabilidade dos títulos da dívida pública, qualquer que seja o custo social.

O discurso oficial legitima a dinâmica dos juros através do necessário ajuste fiscal produzido pela adoção do regime de meta de inflação. É implicitamente admitido que a inflação se explica pelo lado da demanda. Portanto, numerosos estudos mostraram a complexidade dos fatores inflacionários os quais são pluridimensionais e incorporam componentes de ordem sociológico [Hirshman (1981) e Salama e Valier (1990)]. Dentro do nosso ponto de vista, só uma abordagem pluridisciplinar, permitiria elaborar um quadro teórico pertinente e coerente para explicar as razões pelas quais o Brasil possui taxas de juros tão altas. Neste sentido, o campo do econômico não pode ser visto como um *sistema autopoietico*, ou seja um sistema fechado sobre si e que não precisa se comunicar com os outros campos do saber [Théret Bruno (1992)].

## ***12. Pressuposto teórico 2: aumentar as despesas públicas não é necessariamente um “mal em si” e em certas circunstâncias pode gerar um efeito expansionista.***

<sup>24</sup> A experiência brasileira não é o único exemplo que contradiz a relação tradicionalmente admitida entre déficit público e juros. Plihon (1999, p-102) relembra que no período de adoção das políticas econômicas monetaristas na Europa no grupo do chamado G7 (início da década de oitenta), as taxas de juros reais anuais médias passaram a evoluir num patamar ascendente: eram de +0,8% durante o período 1960-69, -0,5% no período 1970-80 para chegar aos +6% no período 1980-89, época da famosa *revolução conservadora*. Este aumento drástico dos juros teve uma repercussão direta na conjuntura econômica dos países latino americanos como o Brasil que se tinham endividado massivamente no exterior para financiar o seu processo de industrialização. Por outro lado, o aumento dos juros reais provocou uma degradação das contas públicas ou um aumento das necessidades de financiamento do setor público (tanto nos Estados Unidos como na Europa) o que paradoxalmente precipitou a adoção das políticas de desregulamentação e liberalização financeira (para obter os recursos necessários via a financiamento direto ou o mercado) pressionando ainda mais o aumento das taxas de juros.

Existe uma rica literatura sobre os possíveis efeitos expansionistas das despesas públicas num contexto de recessão econômica. O aumento das despesas públicas pode produzir um poderoso impacto anticíclico preservando/estimulando o nível de demanda agregada via o efeito multiplicador [Keynes, 1969]. Dentro da Teoria Geral de Keynes, o conceito de multiplicador pode ser formalizado da maneira seguinte:  $\Delta Y = k \Delta I$ ,  $k$  sendo o multiplicador que relaciona as variações no nível de renda com as variações no nível de investimento.

### ***13. - Conclusão : apresentação de um novo quadro analítico para compreender as origens do aumento das despesas públicas no Brasil***

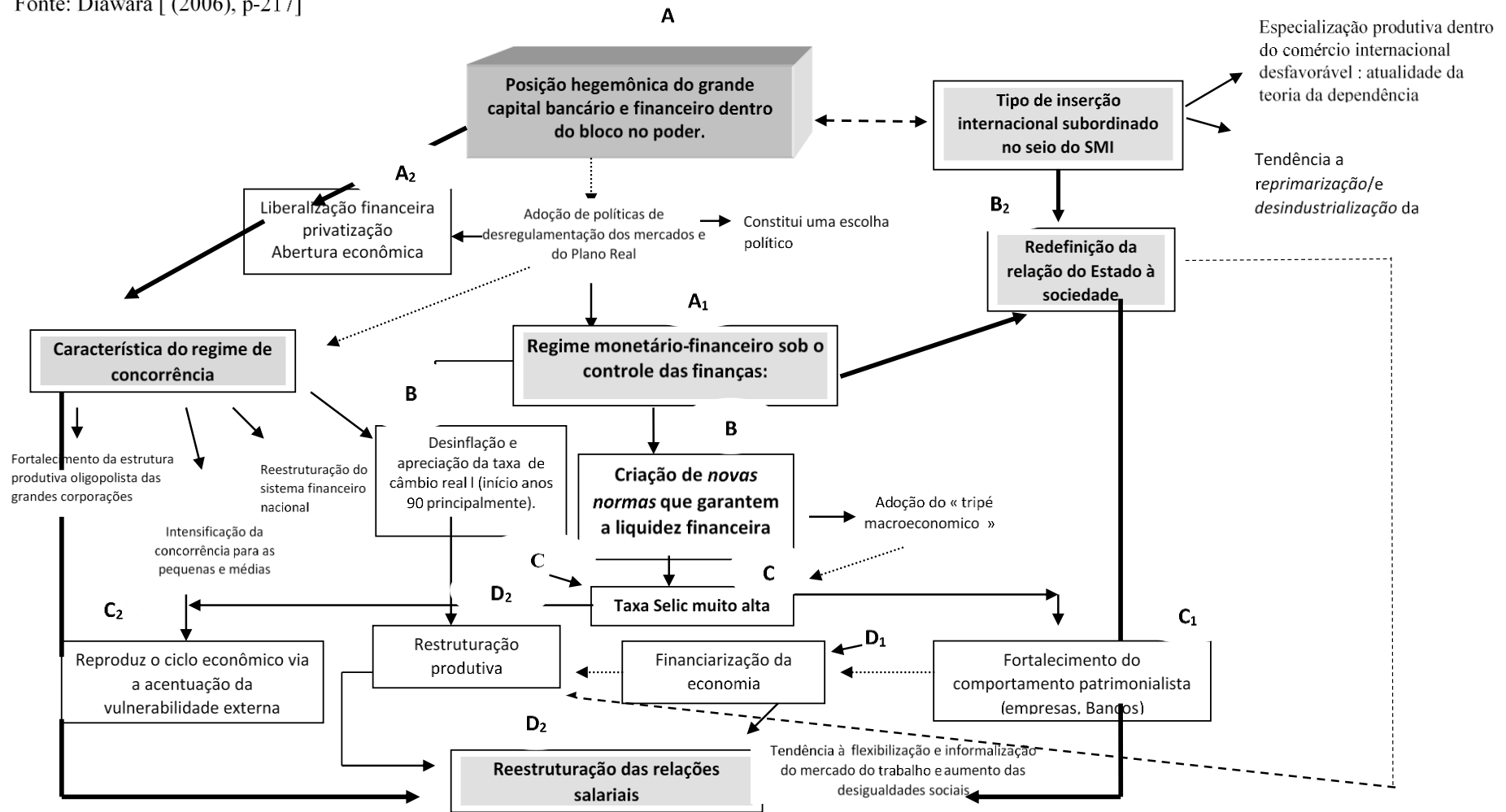
Para finalizar este trabalho preliminar sobre a financeirização do déficit público aplicado ao caso brasileiro, nós propomos o quadro analítico formalizado pelo esquema 3 (se referir à página 18).

#### **4- Conclusão geral**

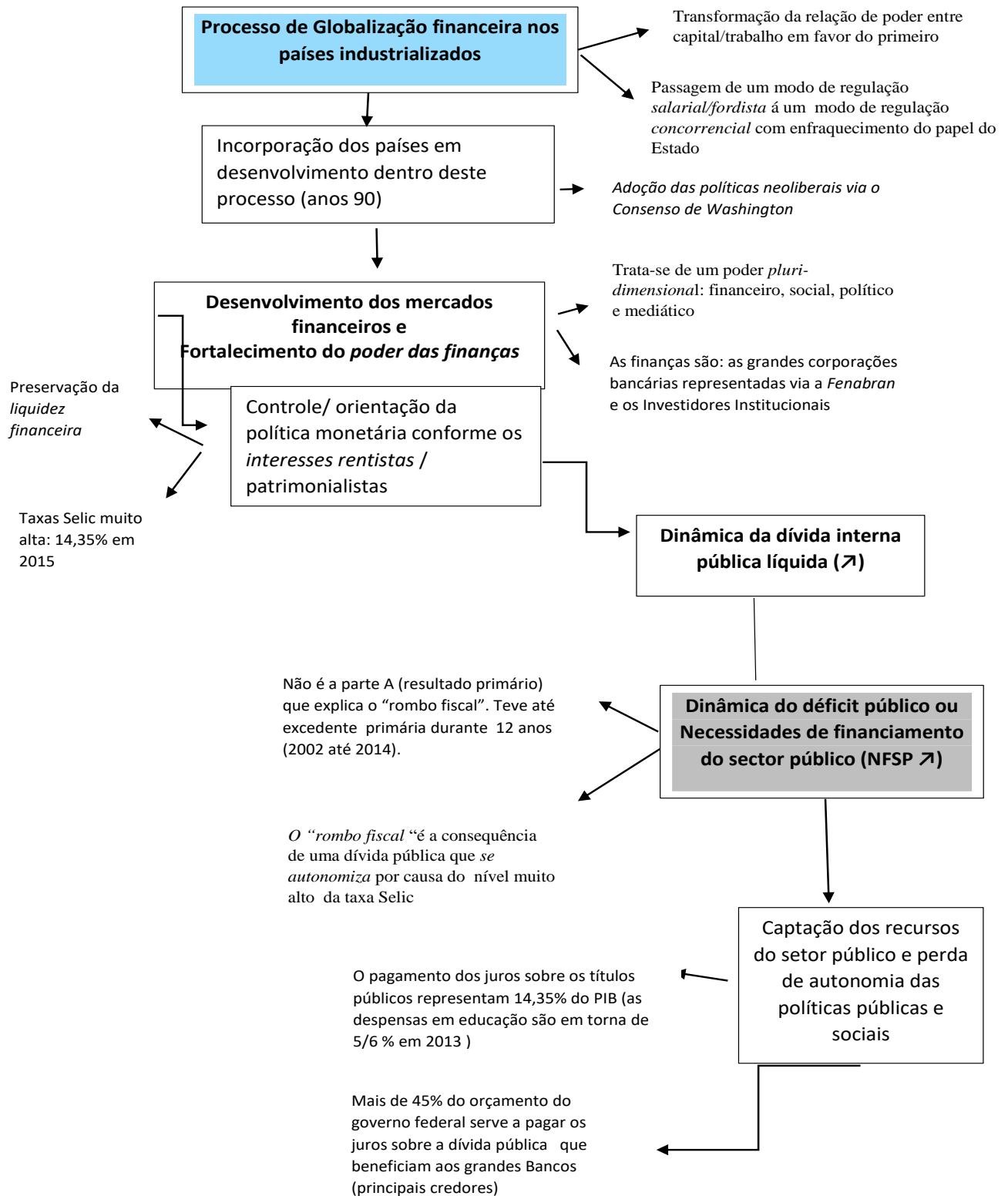
Este artigo deve ser visto como um *trabalho preliminar* que tenta aplicar o conceito de *financeirização* ao setor das finanças públicas no Brasil. Se propõe a noção de *financeirização do déficit público* como sendo uma visão alternativa ou crítica à teoria convencional para entender a origem ou natureza do famoso *rombo fiscal*. Desta análise, ressalta que a degradação das contas públicas no Brasil se deve sobretudo ao aumento quase exponencial de uma dívida pública interna, cujos principais credores são os grandes bancos brasileiros. O crescimento desta dívida pública interna está relacionado principalmente ao pagamento de juros muito altos. O nível das taxas de juros no Brasil reflete um modo de regulação da economia onde as finanças ocupam um lugar privilegiado ao ponto de poder orientar a política econômica e ditar normas monetárias que preservam a rentabilidade dos títulos públicos ou a *liquidez financeira*. O presente estudo preliminar que trata de explorar a questão da financeirização da economia no campo das finanças públicas necessita ainda mais evidências empíricas além de um aprofundamento teórico para uma formalização das interações entre juros, dívida pública e déficit público no quadro específico da economia brasileira. Trata-se de um vasto programa de pesquisa que pretende integrar uma dimensão interdisciplinar. A perspectiva interdisciplinar é central, como sublinhado pelo filósofo francês Edgar Morin (2000) na medida que os fenômenos econômicos são complexos. Neste sentido, *o econômico* não pode ser mais considerado como um *sistema autopoietico ou autossuficiente fechado sobre si*, mas sim como sendo um *sistema aberto* que precisa se comunicar com os outros campos do saber para se sustentar [Théret Bruno (1992)].

**Esquema 1: Caracterização do regime de *crescimento financiarizado* no Brasil (décadas 90-2000)**

Fonte: Diawara [ (2006), p-217]



Esquema 2: O processo de *financiarização do déficit público* : as novas interações entre déficit público, dívida pública e taxa de juros.



- AGLIETTA Michel et ORLEAN André (2002), « *La monnaie entre violence et confiance* », Odile Jacob, Paris.
- ARIDA Persio (2003), « *Por uma Moeda Plenamente Conversível* », Revista de Economia Política, vol. 23, nº 3 (91), julho-setembro.
- BAER Werner (2002), “*A economia Brasileira*”, 2d Edição, Revista ampliada e atualizada, São Paulo.
- BELLUZZO L Gonzaga e ALMEIDA J Gomes (2002), “*Depois da queda*”, Civilização Brasileira, Rio de Janeiro.
- BRESSER L Pereira (2003), “*Retomada da revolução nacional e novo desenvolvimentismo*”
- BRAGA J C de Souza (1998), “*Financeirização global*” in “*Poder e Dinheiro*”, Maria da Conceição Tavares e al (Org), p-195-242.
- BRUNO Miguel (2012), “*rentier share, financeirização e acumulação de capital produtivo no brasil pós-liberalização*”, Working Paper.
- BOITO Jr Armando (1999), “*Política neoliberal e sindicalismo no Brasil*”, Xamã., São Paulo.
- BOYER Robert et SAILLARD Yves [1995], « *Théorie de la Régulation* », La découverte, Paris.
- BOYER Robert (1998), « *La politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes* », Document n-9820, Cepremap, novembre.
- CARNEIRO Ricardo (2002), « *Desenvolvimento em crise* », Unesp, Unicamp, Instituto de Economia, São Paulo.
- CHESNAIS François (2006), “*La finance capitaliste*”, PUF, Paris.
- CHESNAIS François (2002), “*A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações*” in Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, jan./jun).
- CHESNAIS François (1999), « *A mundialização financeira* », Syros, Paris.
- CHESNAIS François (1996) « *a mundialização do capital*», Zamã Editora, SP.
- CULBERTSON John M (1968), « *Macroeconomics theory and satbilization policy* ».
- DIAWARA Hawa e al (2011), « *Financed-led growth regime no Brasil* », Revista de Economia Política, v.31, p-730/750
- DIAWARA Hawa (2006), «*The Logic of Financial Crises in a Financed-led Regime of Accumulation: The Brazilian Specific Case* », in CISC Working Paper.
- DIAWARA Hawa (2006), « *Monnaie, valorisation rentière du capital et dynamique du marché du travail dans l'économie brésilienne* », Thèse de Doctorat, Université Paris 3, Sorbonne Nouvelle.
- EPSTEIN, Gerald (2001), « *Financialization, rentier interests and Central Bank Policy* ». PERI Conference, “*Financialization of the World Economy*”, December.

FARHI Maryse (2003), “*Moeda e finanças. As repercussões da volatilidade financeira*”, Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp.

FRIEDMAN Milton (1959), “*Has fiscal policy been oversold*”, The Graduate School of Administration, New York University,

JOBERT Bruno et MULLER Pierre (1987) « *L'Etat en action. Politiques publiques et corporatismes* », PUF, Paris.

KEYNES J-M (1969), « *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie* » Livre Traduction, Payot, Paris.

HIRSHMAN Albert (1981), « *The social matrix of inflation: elaborations on the Latin American experience* », Cambridge University Press.

MARX Karl (1976), « *Le capital* », Livre I, II E III. Traduction. Paris.

MORIN Edgar (2000), “*Os sete saberes necessários à educação do futuro*”. Trad.: Catarina Eleonora F. da Silva e Jeanne Sawaia, São Paulo: Cortez.

MUSGRAVE A Richard (1959), « *The theory of public finance* ».

PLIHON Dominique (2007), « *A globalização financeira* », Colóquio Pobreza, Dívida Externa e as Três Instituições Irmãs: FMI, Banco Mundial e OMC, Portugal.

PLIHON Dominique (2004), « *Le nouveau capitalisme* », La Découverte, Paris.

PLIHON Dominique (2004), « *Les grandes entreprises fragilisées par la finance* », in CHESNAIS, « *La finance mondialisée* », p-97-124.

PLIHON Dominique (1999), “*Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais.*”, in Chesnais, “*Mundialização financeira*”, p-97-128.

PRADO L C Delorme, “*Globalização: nota sobre um conceito controverso*”.

SALAMA Pierre (1999), “*A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas*” in CHESNAIS, “*A mundialização financeira*”, p-211/245

SALAMA Pierre e VALIER Jacques (1990), « *L'économie gangrenée* », La Découverte, Paris.

SAUVIAT Catherine (2004), « *Les fonds de pensions et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial* », in CHESNAIS, « *La finance mondialisée* », p-97-124.

SALLUM Brasília (2001), « *Le libéralisme à la croisée des chemins au Brésil* ». Revue Tiers Monde, n-167, juillet/septembre.

SALLUM Brasília (1996), « *Dos gerais à Nova República* », Sociologia/USP, vol.22, n-3 (87), Julho-setembro.

SERFATI Claude (1999), “*O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia*” in CHESNAIS, “*A mundialização financeira*”, p-141/173.

SPENCER Roger e YORE William (1970) « *The crowding out of private expenditure by fiscal Policy actions* », p-12-24.

THERET Bruno [1992], « *Régimes économiques de l'ordre politique* », PUF, Paris.

WILLIAMSOM John (1990) "*What Washington Means by Policy Reform*".