

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICAS PÚBLICAS,  
ESTRATÉGIAS E DESENVOLVIMENTO

MICHELE DOS SANTOS SILVEIRA

**FINANCEIRIZAÇÃO E SEGURIDADE SOCIAL:  
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA (1999-2019)**

RIO DE JANEIRO

2024

MICHELE DOS SANTOS SILVEIRA

**FINANCEIRIZAÇÃO E SEGURIDADE SOCIAL:  
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA (1999-2019)**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento.

ORIENTADOR: Prof. Dr. JOÃO FELIPPE CURY MARINHO MATHIAS

RIO DE JANEIRO

2024

## CIP - Catalogação na Publicação

d587f dos Santos Silveira, Michele  
Financeirização e Seguridade Social: uma análise da experiência brasileira (1999-2019) / Michele dos Santos Silveira. -- Rio de Janeiro, 2024.  
111 f.

Orientador: João Felipe Cury Marinho Mathias.  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, 2024.

1. Financeirização. 2. Financeirização da Economia Brasileira. 3. Orçamento da Seguridade Social. 4. Desvinculação de Receitas da União (DRU). I. Cury Marinho Mathias, João Felipe, orient. II. Título.

MICHELE DOS SANTOS SILVEIRA

FINANCEIRIZAÇÃO E SEGURIDADE SOCIAL:  
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA (1999-2019)

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para obtenção do título de Mestre em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento.

Aprovado em 27 de fevereiro de 2024 por:

---

Prof. Dr. João Felipe Cury Marinho Mathias (Orientador)

---

Prof. Dr. Francisco José Mendes Duarte (UFRJ)

---

Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo (UFF)

## AGRADECIMENTOS

Essa dissertação é fruto do apoio de diversas pessoas que, das mais diferentes formas, contribuíram para que eu chegasse até aqui, a vocês expresso minha profunda gratidão.

Como não poderia ser diferente, o primeiro agradecimento é dedicado aos meus pais, João e Maria de Lourdes, que sempre lutaram para que eu pudesse ter acesso ao maior bem de todos: a educação. Agradeço por apoiarem as minhas escolhas e por nunca medirem esforços para proporcionarem a mim e à minha irmã, as oportunidades que jamais tiveram. Só nós sabemos das lutas que passamos. Vocês são os meus maiores exemplos de força e coragem. Essa conquista é nossa!

Agradeço à minha irmã, Miriele, pelo apoio incondicional e pela confiança de que, não importa o que aconteça, sempre teremos uma à outra. À minha sobrinha, Rafaela, que me fortalece todos os dias com seu amor genuíno, mesmo que sua pouca idade ainda não te permita saber disso. A vida ficou mais colorida depois que você chegou.

Ao Thiago, por todo amor e companheirismo ao longo desse processo. Obrigado pelo incentivo e por acreditar no meu potencial, por vezes, mais do que eu mesma.

Agradeço imensamente ao meu orientador, João Felipe Cury, por todo suporte, paciência, direcionamento e conhecimento compartilhado. Mais do que isso, agradeço por sua humanidade que, sem dúvidas, foi fundamental para que eu não desistisse no meio do trajeto. Também agradeço aos membros da banca, que gentilmente se prontificaram em colaborar com o aperfeiçoamento desse trabalho.

Agradeço à toda a comunidade do PPED, aos professores e aos colegas que colaboram para minha formação. Em especial, ao Vinícius e ao Manu, amigos que tornaram essa jornada mais leve.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a Deus, por ter me sustentado diante de tantas turbulências vividas nos últimos tempos, e pela certeza de que nos caminhos a serem trilhados, eu nunca estarei só.

## RESUMO

Essa dissertação analisa o movimento de drenagem dos recursos do Orçamento da Seguridade Social (OSS), intermediado pela Desvinculação de Recursos da União (DRU), sob o âmbito da financeirização da economia brasileira no período de 1999 a 2019. A partir da perspectiva histórico-institucional da Teoria Regulacionista, buscou-se identificar as relações estruturais entre o regime de acumulação financeira, a regulação do tripé macroeconômico e as tendências de longo prazo que imprime ao orçamento público, com seus efeitos sobre o financiamento da Seguridade Social. Entende-se que a financeirização é um fenômeno que se manifesta de forma distinta nas economias centrais e periféricas, em razão da disposição assimétrica do sistema monetário internacional. Nesse sentido, o modelo brasileiro de financeirização por juros concentrado no endividamento público e suas implicações para o desenho da política econômica, são interpretados como resultado da inserção subordinada do país no circuito das finanças globais, enquanto economia periférica-dependente. O conflito entre as despesas financeiras e as despesas da Seguridade na alocação dos recursos federais é delimitado em função deste arranjo, que comprime o espaço fiscal-orçamentário do Estado. Nesse cenário, parte-se da hipótese de que pela ação da DRU, o OSS tem sido historicamente utilizado como instrumento de suporte do tripé macroeconômico, colaborando aos propósitos de equilíbrio fiscal que estão fora do escopo de suas finalidades constitucionais. As evidências levantadas apontam que entre os anos de 2005 e 2013, período de estabilidade e crescimento econômico do país, os recursos do OSS tiveram participação expressiva na formação do superávit primário do governo federal. Com o ciclo de crise econômica e deterioração das contas públicas iniciado em 2014, verifica-se que o OSS se torna uma peça-chave no ajuste fiscal implementado no país. Entre os anos de 2016 e 2019, constata-se o expressivo crescimento de 43% das receitas desvinculadas em relação ao valor médio de 2005 a 2015, bem como o aumento da participação desses recursos no gasto financeiro do governo federal. Finalmente, é concluído que a DRU colaborou ativamente para reprodução da lógica financeira no plano orçamentário e, conseqüentemente, no plano macroeconômico, fragilizando as condições de financiamento das políticas da Seguridade Social ao longo do período analisado.

**Palavras-chave:** Financeirização; Financeirização da economia brasileira; Desvinculação de Receitas da União (DRU); Orçamento da Seguridade Social.

## ABSTRACT

This dissertation examines the depletion of resources from the Social Security Budget (OSS) in Brazil, mediated by the Untying of Union Resources (DRU), within the context of the financialization of the Brazilian economy from 2005 to 2019. Using a historical-institutional framework based on the Regulation Theory, the study identifies structural relationships among the regime of financial accumulation, the Brazilian's macroeconomic tripod's regulation, and their long-term impact on the public budget, specifically affecting Social Security financing. The analysis recognizes financialization as a phenomenon manifesting differently in central and peripheral economies due to the asymmetrical arrangement of the international monetary system. The Brazilian model, emphasizing interest-based financialization focused on public debt, is interpreted as a consequence of the country's subordinate position in the global finance circuit. The conflict between financial and Social Security expenses in federal resource allocation is explored, compressing the State's fiscal-budgetary space. The hypothesis posits that the DRU historically repurposed the OSS as an instrument supporting the macroeconomic tripod, deviating from its constitutional purposes. Evidence collected indicates that, during the stable growth period from 2005 to 2013, OSS significantly contributed to the federal government's primary surplus. However, during the economic crisis from 2014 onwards, the OSS played a pivotal role in the fiscal adjustment. Between 2016 and 2019, unlinked revenues grew by 43%, with a corresponding increase in their share of the federal government's financial expenditure. In conclusion, the DRU actively contributed to replicating financial logic at the budgetary and macroeconomic levels, thereby weakening the financing conditions for Social Security policies throughout the analyzed period.

**Keywords:** Financialization; Financialization of the Brazilian economy; Untying of Union Revenues (DRU); Social Security Budget.

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Índice de financeirização sob a ótica dos períodos de evolução da economia brasileira .....	<b>48</b>
TABELA 2 – Execução Orçamentária da União por Grupo de Natureza da Despesa (GND) .....	<b>81</b>
TABELA 3 - Execução Orçamentária da União por Grupo de Natureza da Despesa (GND) – participação relativa na despesa federal .....	<b>82</b>
TABELA 4 – Execução Orçamentária da União por Função de Governo: Funções típicas da Seguridade Social, benefícios do FAT e Função Encargos Especiais .....	<b>84</b>
TABELA 5 – Execução Orçamentária da União por Função de Governo – participação relativa na despesa federal .....	<b>85</b>
TABELA 6 – Evolução da DRU e o resultado da Seguridade Social .....	<b>87</b>
TABELA 7 – Deterioração dos Indicadores Fiscais do Governo Central (2013-2019) – em % ao PIB .....	<b>88</b>
TABELA 8 – Participação da DRU no resultado primário do governo federal (2005-2013) .....	<b>91</b>
TABELA 9 – Participação da DRU no gasto financeiro do governo central (2005-2019) .....	<b>92</b>
TABELA 10 – Receitas da Seguridade Social desconsideradas pelo cálculo constitucional .....	<b>94</b>
TABELA 11 – Despesas estranhas ao conceito constitucional da Seguridade inclusas no cálculo federal .....	<b>96</b>
TABELA 12 – Resultado do OSS pela metodologia da ANFIP .....	<b>97</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Evolução da taxa de financeirização e da taxa de acumulação de capital fixo no Brasil (1970-2020) .....	<b>48</b>
GRÁFICO 2 – Acumulação financeira, acumulação produtiva e taxa Selic real (1991-2014) .....	<b>56</b>
GRÁFICO 3 – Participação do estoque da dívida pública interna no estoque de riqueza financeira no Brasil (1999-2021).....	<b>57</b>
GRÁFICO 4 – Evolução das taxas de juros reais da economia brasileira, dos países dos BRICS, Chile e México (1997-2020) .....	<b>58</b>

## **LISTA DE QUADROS**

QUADRO 1 – Disposição normativa da Desvinculação de Recursos da União (DRU) de 1994 a 2023 .....	<b>60</b>
QUADRO 2 – Base de cálculo da DRU pela EC nº 93/2016.....	<b>62</b>
QUADRO 3 – Contribuições sociais, fontes de financiamento, normativas e bases de incidência definidas pela Constituição de 1998 .....	<b>77</b>

## LISTA DE SIGLAS E ACRÔNIMOS

- ADCT** – ATO DAS DISPOSIÇÕES CONSTITUCIONAIS TRANSITÓRIAS
- ANFIP** – ASSOCIAÇÃO FISCAL DOS AUDITORES INDEPENDENTES
- BCB** – BANCO CENTRAL DO BRASIL
- BGU** – BALANÇO GERAL DA UNIÃO
- BNDES** – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL
- CIDE** – CONTRIBUIÇÃO DE INTERVENÇÃO NO DOMÍNIO ECONÔMICO
- COFINS** – CONTRIBUIÇÃO PARA O FINANCIAMENTO DA SEGURIDADE SOCIAL
- CSLL** – CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO LÍQUIDO
- DRU** – DESVINCULAÇÃO DE RECEITAS DA UNIÃO
- EBES** – ESTADO DE BEM ESTAR-SOCIAL
- ERF** – ESCOLA DA REGULAÇÃO FRANCESA
- FAT** – FUNDO DE AMPARO AO TRABALHADOR
- FEF** – FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FISCAL
- FMI** – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL
- FSE** – FUNDO SOCIAL DE EMERGÊNCIA
- GND** – GRUPO DE NATUREZA DA DESPESA
- IBGE** – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA
- IPCA** – ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO
- IPEA** – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA
- LOA** – LEI ORÇAMENTÁRIA ANUAL
- OSS** – ORÇAMENTO DA SEGURIDADE SOCIAL
- RCL** – RECEITA CORRENTE LÍQUIDA
- RREO** – RELATÓRIO RESUMIDO DE EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA
- RGPS** – REGIME GERAL DE PREVIDÊNCIA SOCIAL
- RPPS** – REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL
- SMI** – SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
- STN** – SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
<b>CAPÍTULO 1 – FINANCEIRIZAÇÃO, RECONFIGURAÇÃO DO ESTADO E DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS</b> .....	<b>16</b>
1.1. Introdução .....	16
1.2. O Regime de Acumulação Financeira: uma abordagem Regulacionista .....	18
1.3. As formas institucionais e o regime de política econômica .....	27
1.4. A FI Estado e o Regime Fisco-financeiro: alterações na natureza da intervenção pública e as tendências macro-orçamentárias .....	32
<b>CAPÍTULO 2 - FINANCEIRIZAÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA: AS ESPECIFICIDADES DO CASO BRASILEIRO</b> .....	<b>37</b>
2.1. Introdução .....	37
2.2. A inserção subordinada das economias periféricas na globalização financeira e o modelo de financeirização por juros da economia brasileira .....	39
2.3. O tripé macroeconômico e o conflito orçamentário da União .....	49
2.4. O papel da DRU .....	59
<b>CAPÍTULO 3 - UMA ANÁLISE DO ORÇAMENTO DA SEGURIDADE SOCIAL</b> .....	<b>64</b>
3.1. Introdução .....	64
3.2. A seguridade como paradigma de proteção social: uma breve reconstrução histórica .....	66
3.3. Os princípios constitucionais orçamentários da Seguridade Social .....	73
3.4. A Seguridade como “pilar” do regime de acumulação brasileiro: o desfinanciamento operado pela DRU .....	79
<b>3.5 – Os diferenciais de cálculo do resultado da Seguridade: o cálculo oficial e o cálculo constitucional</b> .....	<b>93</b>

<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>101</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>104</b>

## INTRODUÇÃO

Na dinâmica capitalista, o orçamento público se constitui como um espaço de luta política onde as diferentes forças sociais buscam garantir seus interesses na conformação dos gastos e da arrecadação pública. Nesse sentido, para além dos aspectos de natureza técnico-contábil, as análises sobre o orçamento devem considerar a dimensão intrinsecamente política deste instrumento que operacionaliza a intervenção concreta do Estado nas esferas econômica e social, refletindo as prioridades de políticas públicas a partir das suas diretrizes alocativas (OLIVEIRA, 2018; SALVADOR, 2010; 2017). O orçamento público expressa, portanto, a síntese dos conflitos sociais e dos interesses dominantes em determinada sociedade, representando uma extensão dos objetivos macroeconômicos do Estado que, por sua vez, são delimitados pelo movimento de acumulação capitalista.

No regime de acumulação liderado pelas finanças, as prioridades alocativas do Estado têm atuado em conformidade com a reprodução da lógica financeira no plano orçamentário. O protagonismo econômico creditado ao setor financeiro tem viabilizado o fortalecimento da sua influência sobre as políticas econômicas do Estado, que passa a disputar cada vez mais espaços de valorização patrimonial, especialmente, pela via da realocação do gasto público em seu proveito. Esse movimento pode ser visualizado pela implementação das políticas de austeridade e dos mecanismos fiscais que asseguram, em última instância, a transferência de recursos públicos ao setor financeiro sob a forma de juros e amortizações da dívida pública, que se constitui como importante instrumento de valorização dos capitais. Por outro lado, essa dinâmica tem como consequência direta o enfraquecimento das condições de financiamento dos sistemas de proteção social, que são usualmente o principal alvo das políticas de ajuste. Nesse sentido, a financeirização implica em mudanças significativas na natureza do Estado capitalista, que passa a promover condições de reprodução mais favoráveis ao capital financeiro em detrimento da classe trabalhadora, movimento observado tanto nas economias centrais quanto nas economias periféricas.

O Brasil também pode ser considerado mais um caso desta tendência internacional. Desde os anos 1990, o orçamento federal é marcado pelo embate na alocação dos recursos públicos protagonizado entre as despesas da Seguridade Social e a despesas financeiras do orçamento fiscal, cujos contornos são delimitados pelas

condições de inserção subordinada do país na globalização financeira. Esta posição subordinada decorre das relações de hierarquia do sistema monetário internacional, que classifica as moedas dos países de acordo com o seu prêmio de liquidez. Os países periféricos se encontram nos níveis mais baixos da *hierarquia das moedas* e, por isso, possuem certas restrições de autonomia macroeconômica, sobretudo, em termos da determinação das taxas de juros, que precisam ser fixadas em níveis elevados para compensarem sua baixa liquidez e se manterem competitivos na atração de capital externo (BECKER *et al.*, 2010; BONIZZI *et al.*, 2019; FRITZ *et al.*, 2016; PRATES *et al.*, 2007; DE CONTI *et al.*, 2014). Essa condição é o ponto de partida para entender o modelo brasileiro de financeirização por juros, inicialmente implementado pelas estratégias de estabilização do Plano Real e consolidado pela regulação do tripé macroeconômico de 1999. Por esse modelo, as despesas financeiras são estruturalmente altas e absorvem a maior fatia dos recursos federais em função da política de juros, demandando o desvio das receitas da Seguridade para cobertura das metas fiscais pela ação da Desvinculação de Receitas da União (DRU). Nesse sentido, parte-se da hipótese preliminar de que o orçamento da seguridade tem sido um dos pilares da estabilidade deste regime no Brasil, pois seus recursos têm colaborado com a reprodução da acumulação financeira via dívida pública, contrariando suas finalidades constitucionais.

Assim, este trabalho se propõe a refletir o processo de drenagem dos recursos do Sistema de Seguridade Social, observado no âmbito da financeirização da economia brasileira ao longo dos anos 1999-2019, período que marca a vigência do tripé macroeconômico e antecede a deflagração do período pandêmico, com as consequentes medidas econômicas de exceção para controle da crise sanitária. Sob o aporte da Teoria Regulacionista, busca-se identificar como o conflito orçamentário, que favorece os interesses do capital financeiro em detrimento das políticas sociais, é condicionado pelo modo de regulação neoliberal que sustenta o regime e se desdobra sobre o formato da política macroeconômica, impactando o financiamento da Seguridade.

Para tanto, o primeiro capítulo tem como objetivo conceituar a financeirização como atual regime de acumulação capitalista, que emerge na década de 1970 como sucessor ao fordismo. Será apontando como Estado tem participação ativa nesse processo, por engendrar a reconfiguração do espaço macroeconômico necessária para que a financeirização se desenvolvesse (BRUNO & CAFFÉ, 2015). O instrumental regulacionista será utilizado para subsidiar a análise sobre as relações de causalidade entre

o modo de regulação neoliberal, o formato das políticas econômicas e suas implicações para o orçamento público.

A partir desse pano de fundo, o segundo capítulo descreve o modelo de financeirização da economia brasileira como resultado da sua inserção subordinada no circuito das finanças globais, enquanto país periférico-dependente. Busca-se compreender como a hierarquia do sistema monetário internacional condiciona importantes restrições à autonomia macroeconômica do Estado, especialmente, no que tange à política monetária, estruturando as características do regime de acumulação. Por essa razão, entende-se o caráter “*externally driven*” do processo de financeirização da economia brasileira, que assim como os demais países periféricos, se desenvolve em torno das necessidades de compatibilização da estrutura doméstica às restrições de ordem externa (KARWOWSKY & STOCKHAMMER, 2017). Nesse sentido, são apresentadas as principais mudanças institucionais implementadas no Brasil na década de 1990, que foram indutoras da financeirização, sendo interpretadas como parte das exigências dos organismos internacionais para a reestruturação da crise da dívida externa. Assim, a consolidação do tripé macroeconômico em 1999 é vista como um elemento que se insere nesse contexto, por ter sido impulsionada externamente. Por essa razão, argumenta-se que a configuração das políticas econômicas brasileiras é pensada “de fora pra dentro”. Os aspectos normativos da DRU também são apresentados nessa seção, contextualizando as razões de sua incidência às demandas do regime econômico.

O terceiro capítulo apresenta um breve relato histórico da implementação do Sistema de Seguridade Social pela Constituição de 1988 que, ocorre paradoxalmente, à ampliação da financeirização da economia brasileira e à ascensão das teses neoliberais como paradigma dominante de política econômica. Nesse sentido, busca-se compreender os fatores que dificultaram a efetivação do orçamento da seguridade conforme os preceitos constitucionais. Por fim, o capítulo se dedica a análise do movimento de captura dos recursos da Seguridade Social feito pela DRU, a partir dos dados do Acompanhamento da Execução Orçamentária da União, do portal da Câmara dos Deputados, e dos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREO) e do Balanço Geral da União (BGU), ambos da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), para os anos selecionados. O objetivo dessa construção é mensurar a real funcionalidade deste desvio na estrutura de acumulação, evidenciando, em termos concretos, a permanente subordinação da política orçamentária à gestão macroeconômica.

# CAPÍTULO 1 – FINANCEIRIZAÇÃO, RECONFIGURAÇÃO DO ESTADO E DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS

## 1.1 Introdução

Desde os anos 1970, o sistema econômico contemporâneo tem passado por profundas transformações em sua lógica de funcionamento, cujos contornos foram delimitados pela transição do regime de acumulação industrial ao regime de acumulação financeira, que caracteriza seu atual estágio de desenvolvimento. No novo cenário, observa-se o crescimento extraordinário dos mercados financeiros em detrimento da economia real, associado à proliferação de novos tipos de ativos, à primazia da lógica acionária e das atividades especulativas, face aos interesses da produção, e o aumento do fluxo de capitais entre os países por consequência da globalização e da desregulamentação financeira (BOYER, 2009; FINE, 2009; LAVINAS *et al.*, 2017).

Em seu sentido amplo, a financeirização denota a vigência de um ambiente macroeconômico onde as alternativas de investimentos de liquidez tornam-se mais atrativas, tanto em termos de risco quanto de rentabilidade, do que os investimentos produtivos (BRUNO, 2021). Com isso, os recursos disponíveis passam a ser alocados majoritariamente na esfera financeira, que assume centralidade na geração do produto e dos lucros, ou seja, essas condições estruturais engendram a transferência de renda da esfera real para a financeira. Mais do que isso, a nova configuração viabiliza o fortalecimento político das finanças, que passam a exercer maior influência sobre a formulação das políticas econômicas e orçamentárias do Estado (KRIPPNER, 2005; BOYER, 2009; VAN DER ZWAN, 2014; LAVINAS *et al.*, 2017; STREECK, 2018; GENTIL, 2020).

Esse fenômeno também se manifesta sobre o comportamento dos agentes econômicos. A racionalidade financeira interpenetra as novas estratégias de governança das empresas não-financeiras, agora orientadas pelo princípio de “*maximização de valor ao acionista*”, mantendo a taxa de investimento produtivo abaixo do necessário para o crescimento econômico sustentável (BRUNO & CAFFÉ, 2017); as decisões econômicas das famílias, que no contexto de estagnação dos rendimentos e de desemprego estrutural encontram-se mais dependentes do crédito para assegurar sua sobrevivência; e a reconfiguração dos papéis do Estado na dinâmica de acumulação, norteadas pelos imperativos globais de controle inflacionário e de valorização dos instrumentos

financeiros, que conformam os pilares da gestão macroeconômica (VAN DER ZWAN, 2014; STREECK, 2018).<sup>1</sup>

Assim, caracterizar a financeirização implica reconhecer o poder crescente dos interesses financeiros, das instituições e das elites financeiras sobre o modo de operação da economia real e dos governos, tanto no âmbito doméstico quanto no internacional, tal como na definição proposta por Epstein (2005, p.3). Sua ampla gama de expressões aponta como as finanças estendem sua influência para além dos mercados, atingindo as esferas social e política (VAN DER ZWAN, 2014, p.101).

No entanto, é amplamente documentado pela literatura os entraves estruturais impostos pela financeirização ao desenvolvimento das economias, que em razão do seu caráter multifacetado, se expressam em diferentes níveis de análise. Como exemplo, as tendências de baixo crescimento do PIB, maior incidência das crises financeiras, elevação das taxas de desemprego, retração da massa salarial e aumento dos níveis de concentração de renda, além da deterioração do quadro fiscal dos Estados, em meio estagnação das cargas tributárias e ao aumento das despesas da dívida pública (STREECK, 2013; GENTIL, 2020). Dentre as várias consequências da financeirização, a mais grave é a perda de autonomia dos Estados nacionais, diante da forte ingerência do capital bancário-financeiro na política macroeconômica e na definição do orçamento público, em sua busca constante por espaços de re-valorização mercantil, a despeito das necessidades sociais e dos demais setores produtivos (GENTIL, 2020).

O Estado tem papel fundamental no crescimento das finanças, ao engendrar o modo de regulação neoliberal com seu conjunto de instituições, que viabilizam a coerência macrodinâmica necessária à continuidade da acumulação. Nesse sentido, a financeirização altera substancialmente a natureza da intervenção pública na dinâmica econômica de modo favorável ao capital financeiro, movimento observado tanto nas economias centrais quanto nas economias periféricas. Essa mudança qualitativa é

---

<sup>1</sup> No que compete aos impactos da financeirização sobre o comportamento dos agentes econômicos, temos o seguinte panorama: i) as firmas não-financeiras, com as mudanças na sua estrutura de governança, passam a priorizar a acumulação de ativos de maior liquidez e rentabilidade à curto prazo, movimento que gera a contrapartida de redução das inversões direcionadas à expansão de sua capacidade produtiva (GUTTMANN, 2008; LAVINAS *et al.* 2017); ii) as famílias, por um lado se encontram em um cenário de precarização dos direitos trabalhistas e da provisão dos serviços sociais, e por outro, de aumento generalizado de acesso ao crédito, passam a recorrer ao setor privado para suprir as lacunas da provisão pública, aprofundando seu nível de endividamento (LAVINAS, 2013); iii) já o Estado, tem sua autonomia política econômica reduzida à medida que os níveis de endividamento público se aprofundam.

visualizada na conformação do orçamento público, especialmente, no que tange as suas diretrizes de alocação de recursos, delimitadas em função das demandas de compatibilidade do regime de acumulação, cujos contornos sinalizam o enfraquecimento das condições de financiamento dos sistemas de proteção social, diante das restrições fiscais impostas pelo peso crescente das despesas da dívida pública.

Sendo assim, para compreender a financeirização como fenômeno que transita entre as esferas política, institucional e econômica-orçamentária, este capítulo se apoia nos fundamentos da Teoria da Regulação. Especificamente, busca-se sistematizar as relações mutuamente determinantes entre o modo de regulação e o regime de política econômica, que moldam as tendências orçamentárias do Estado financeirizado. Além dessa introdução, o capítulo está estruturado em mais três seções. A segunda seção conceitua a financeirização como regime de acumulação sucessor ao fordismo, descrevendo seu processo de transição que remonta à década de 1970. A terceira seção descreve a forma como o modo de regulação se materializa na gestão macroeconômica. Por fim, a quarta seção descreve a reconfiguração dos objetivos do Estado na dinâmica de acumulação e de suas implicações para o orçamento público.

## **1.2. O Regime de Acumulação Financeira: uma abordagem Regulacionista**

No campo do pensamento econômico, as análises regulacionistas são voltadas ao exame da evolução das economias que se organizam sob o modo de produção capitalista, buscando captar as especificidades das transformações qualitativas inerentes ao seu processo de acumulação (AGLIETTA, 1979; BOYER, 2009). Seus primeiros trabalhos expoentes ganharam notoriedade ao conceituar o regime fordista, com suas fases de estabilidade e esgotamento, percussoras das mudanças institucionais que levaram sua transição ao regime liderado pelas finanças. Assim, a teoria regulacionista surge no campo da heterodoxia como uma abordagem de análise alternativa da crise econômica dos anos 1970, fortemente amparada na perspectiva histórico-institucional, congregando elementos das tradições marxista, keynesiana, kaleckiana e institucionalista<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Segundo Bruno (2005, p. 39), o pensamento regulacionista “divide com Keynes o reconhecimento da não-neutralidade da moeda e das formas financeiras que são capazes de desestabilizar as relações macroeconômicas. Com Marx e Kalecki, reconhece o papel determinante do processo de acumulação de capital na dinâmica do crescimento e das crises. Com a tradição institucionalista, compartilha o ponto de

Neste debate, a Escola Regulacionista se posiciona como corrente crítica à macroeconomia neoclássica e suas variantes, que admitem um caráter auto-regulador de funcionamento das economias de mercado, supostamente determinado por interações das variáveis puramente mercantis, onde os elementos macrossociais são desconsiderados. Para os regulacionistas, “as relações macroeconômicas são indissociáveis das relações sociais que lhe conferem forma concreta de existência” (BRUNO, 2005, p.49). Nesse sentido, suas hipóteses conectam a dimensão social à econômica, em busca dos fundamentos institucionais que regem um dado sistema socioeconômico<sup>3</sup>.

Resgatando proposições marginalistas, os neoclássicos associam as origens da crise a fatores exógenos e ao excessivo intervencionismo do Estado, produto da combinação das políticas da macroeconomia keynesiana e de provisão de bem-estar social universalista. Contudo, para a Teoria da Regulação, este reducionismo metodológico não possibilita a compreensão das especificidades estruturais que conformam os períodos de estabilidade e de crise do processo de acumulação (BRUNO, 2005). Assim, a vertente regulacionista se constitui como uma resposta à crise da macroeconomia neoclássica, cujos fundamentos epistemológicos se mostraram inconsistentes para subsidiar as análises sobre as mudanças estruturais pelas quais passam as economias.

O conceito de *regulação*, base epistemológica da Escola da Regulação Francesa (ERF), simboliza uma alternativa à ideia neoclássica de equilíbrio geral e à teoria da decisão individual, sendo criado para expressar no plano das macroanálises, as condições endógenas que asseguram a reprodução dos sistemas socioeconômicos e que são engendradas pelas formas particulares de gestão das suas estruturas organizativas (BRUNO, 2005, p. 27). Nesse sentido, a noção de regulação é mobilizada para o tratamento de dinâmicas heterogêneas, historicamente situadas, indicando como o processo capitalista de acumulação consegue se reproduzir com grau tangível de estabilidade, apesar de suas contradições permanentes.

---

vista ontológico de que as relações de produção e de distribuição capitalistas são irredutíveis a uma lógica puramente mercantil, cujas determinações seriam suficientes para explicar a evolução desse modo de produção”.

<sup>3</sup> No referencial teórico regulacionista, as relações sociais são o centro dos processos econômicos, que se perpetuam ou entram em crise em função dos embates e compromissos institucionalizados presentes nas dinâmicas domésticas (BRUNO, 2005).

De acordo com os regulacionistas, o processo de acumulação depende de um conjunto de instituições, que conformam um *modo de regulação*, para se viabilizar (BOYER, 2000; BRUNO, 2005; BOYER, 2009; FARIA, 2001). Seu estatuto teórico reflete o reconhecimento de que as *regularidades macroeconômicas*<sup>4</sup>, observadas em termos dos resultados agregados que sustentam o *regime de acumulação*, ultrapassam a mera transposição dos comportamentos microeconômicos, sendo determinadas pela arquitetura institucional vigente em dada economia. Portanto, a regulação surge como instância mediadora das interações entre agente-estrutura, superando os problemas de coordenação e de análise entre a passagem do nível micro ao macro<sup>5</sup>, característicos dos trabalhos neoclássicos.

Para tanto, o instrumental regulacionista se desdobra em três níveis de análise que são diferenciados por uma escala de abstração (FARIA, 2001). No primeiro nível, a análise é mais geral e com maior grau de abstração, sendo direcionado ao exame do modo de produção e de suas relações sociais fundamentais<sup>6</sup>. No segundo nível, encontra-se a análise das regularidades de longo prazo que viabilizam determinado modo de desenvolvimento, mobilizando os conceitos de regime de acumulação e de modo de regulação. Por fim, o terceiro e menor nível de abstração, trata das interações da esfera micro no âmbito das *formas institucionais*, que denotam o espaço em que a regulação se concretiza, isto é, são as representações formais da mediação das relações econômicas e sociais. Na macroeconomia regulacionista, as formas institucionais consistem no nível meso-econômico, pois operacionalizam a passagem micro-macro e enquadram os comportamentos dos agentes à lógica de acumulação sistêmica (BRUNO, 2005; FARIA, 2001).

Assim, conforme Bruno (2005, p. 41), o regime de acumulação é definido como:

(...) uma forma particular e historicamente determinada do processo de acumulação de capital em uma economia dada. Se expressa num determinado padrão de crescimento, resultante das especificidades de

---

<sup>4</sup> As regularidades se referem ao resultado dos indicadores agregados como PIB, investimento, renda, e taxa de acumulação de capital, cuja evolução deve ser suficientemente coerente com a reprodução da lógica de um dado regime de crescimento (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010).

<sup>5</sup> Segundo Bruno (2005, p.47), entende-se por passagem micro-macro “o processo pelo qual as micro-regularidades se traduzem num determinado conjunto de regularidades macroeconômicas”. Na ótica regulacionista, ao derivar as regularidades macroeconômicas diretamente da lógica dos comportamentos individuais maximizadores, a tradição neoclássica desconsidera os problemas de agregação e de falhas de coordenação, justificando a crítica do reducionismo metodológico direcionada à esta vertente.

<sup>6</sup> De acordo com ERF, o processo capitalista é composto por três relações sociais fundamentais: a relação mercantil, a relação monetária e a relação salarial (BRUNO, 2005). Conseqüentemente, a consolidação das economias depende da imposição de certas restrições à dinâmica dessa tríade.

certa configuração das estruturas institucionais que codificam o modo de regulação vigente.

Já o modo de regulação, especificamente, é conceituado por Boyer (2009, p. 81), como:

(...) qualquer conjunto de procedimentos e mediações institucionais dos comportamentos individuais e coletivos, que tem como propriedade reproduzir as relações sociais fundamentais (...); sustentar e dirigir o regime de acumulação vigente; e garantir a compatibilidade dinâmica do conjunto de decisões descentralizadas.

Segundo Bruno (2005), a partir dessa construção teórica é possível compreender os caminhos pelos quais os processos econômicos emergem, se reproduzem e se enfraquecem por força do desenvolvimento desigual dos seus fatores endógenos, como parte das suas contradições inerentes. Assim, a constituição das regularidades sistêmicas que viabilizam o processo de acumulação, não torna o regime imune as possibilidades de crises estruturais que resultem em sua ruptura (FARIA, 2001). Portanto, assim como elucidado por Possas (1988), a crise não é considerada uma antítese da regulação, mas sim um dos seus componentes, representando sua etapa contraditória.

A teoria regulacionista reconhece que o sistema capitalista não dispõe, *per se*, dos instrumentos capazes de lhe garantir coerência macrodinâmica e social<sup>7</sup>, as duas condições necessárias à sua permanência histórica. Logo, fatores de mediação são requisitados para viabilizar a estrutura social de acumulação (BRUNO, 2005). Nesse sentido, a proposta da ERF centra-se na investigação dos mecanismos geradores de estabilidade do regime, inseridos em determinado contexto histórico (BOYER, 2009; BRUNO, 2005; FARIA, 2001). Essa estrutura analítica seria efetivamente capaz de explicar a variabilidade das dinâmicas econômicas, a partir das dimensões institucionais que permitem sua reprodução. Assim, a acumulação e o modo regulação estão dialeticamente interligados (BECKER *et al.*, 2010).

Nessa abordagem, o conceito de fordismo é utilizado para designar o regime de acumulação estabelecido após a Segunda Guerra Mundial, responsável pela engrenagem

---

<sup>7</sup> A Teoria da Regulação tem forte influência das concepções marxianas, no que diz respeito a compreensão das determinações internas do modo de produção. As relações sociais de produção, com sua natureza inerentemente conflituosa e geradoras de crises, são admitidas como o centro dos processos econômicos. Contudo, para os regulacionistas a saída das crises perpassa pela transformação das formas institucionais de regulação, enquanto na teorização de Marx, a solução é obtida somente através da revolução social. A Lei Geral da Acumulação e a Lei da Queda Tendencial da Taxa de Lucro, também são incorporadas pela ERF (BRUNO, 2007; FARIA, 2001).

de crescimento dos *Golden Age* do capitalismo (1945-1975). Foram anos de expansão acelerada da produtividade do trabalho nas economias centrais<sup>8</sup>, proporcionada pela introdução das técnicas tayloristas de produção em série mecanizada, que caracterizaram o fordismo como um *regime de acumulação intensivo*<sup>9</sup>. Para além disso, seus contornos institucionais promoveram a compatibilização da produção e consumo em massa em níveis sem precedentes, através do compartilhamento dos ganhos de produtividade pelo nexo da relação salarial<sup>10</sup>. Esse mecanismo foi, portanto, responsável por articular a reprodução da classe trabalhadora ao modo de produção capitalista, garantindo as condições de estabilidade necessárias ao processo de acumulação (BOYER, 2009).

A dinâmica de incorporação dos ganhos de produtividade ao salário real foi viabilizada pelo modo de regulação *monopolista* inerente a este regime, cujos fatores institucionais convergiram para o equilíbrio da relação capital-trabalho sob a intermediação do Estado (BOYER, 2009). No mercado de produção, o equilíbrio foi assegurado por um arranjo macroeconômico favorável à acumulação, fruto da combinação de políticas fiscais e monetárias keynesianas, orientado ao pleno emprego<sup>11</sup> e à estabilização dos ciclos econômicos (BOYER, 2009). Por outro lado, através das políticas do *Welfare State*, combinando seguridade social e o sistema de seguro-desemprego, associadas ao fortalecimento da legislação trabalhista e do movimento sindical, o Estado atuou socializando riscos, provendo ampla proteção social para a classe trabalhadora e, última instância, assegurando a expansão do consumo (LIPIETZ, 1989; BOYER, 2009). Clarke (1990, p.4), define a experiência fordista como “a mais pura expressão do projeto social-democrático do Estado Keynesiano de Bem-Estar Social”. A

---

<sup>8</sup> O regime fordista surge nos Estados Unidos no pós-guerra, sendo posteriormente incorporado pelos países da OCDE e pelo Japão, de acordo com suas especificidades econômica e políticas (BOYER, 2009). A crise de 1929 e as reformas do *New Deal*, criaram as condições políticas de fortalecimento dos sindicatos, necessária para amenizar os conflitos entre o capital e o trabalho e sustentar as engrenagens da produção.

<sup>9</sup> A teoria regulacionista caracteriza os regimes de acumulação como extensivo ou intensivo, de acordo com os ganhos de produtividade que viabilizam. No regime extensivo, os ganhos de produtividade são pequenos e a dinâmica da produção não é alterada de forma significativa. Nesses casos, as firmas operam no curto prazo e a acumulação se desenvolve através da conquista de novos mercados, estando mais propícia à instabilidades conjunturais. Já no regime intensivo, os aumentos das produtividades são mais expressivos, permitindo a transformação das bases produtivas e a estabilidade do modelo de crescimento. A acumulação se desenvolve pela via dos investimentos de longo prazo e pelo próprio movimento de expansão da produtividade (LIPIETZ, 1989).

<sup>10</sup> Sobre o mecanismo da relação salarial, Boyer (2009) esclarece que, o aumento da produtividade e dos salários reais, possibilitava que a expansão da oferta fosse absorvida pela demanda, sintetizando o “motor” de crescimento do regime.

<sup>11</sup> Conforme Kalecki (1977), a conjunta de pleno emprego aumenta o poder de barganha dos trabalhadores e, por consequência, reduz o capital político dos capitalistas. Nesse sentido, a orientação do arranjo macroeconômico para o pleno emprego dos fatores foi um dos fatores determinantes para o equilíbrio da relação capital-trabalho do período.

intervenção ativa do Estado, impulsionando as condições de isonomia da reprodução econômica e social foi, portanto, fundamental para o êxito da acumulação fordista.

Bruno (2005, p.146) destaca que essa configuração seria incompleta e dinamicamente ineficiente na ausência de um regime monetário específico que validasse uma lógica de acumulação centrada, predominantemente, nos espaços econômicos nacionais. Nesse sentido, o ciclo virtuoso do fordismo também está associado à vigência do regime de *Bretton Woods*, que garantiu a coesão da economia internacional à dinâmica do regime. Entre suas medidas, o acordo permitiu que as taxas de câmbio fixo se tornassem mais flexíveis, visando a eliminação dos déficits no balanço de pagamentos, além de implementar controles regulatórios sobre o fluxo de capital financeiro, para atenuar seus impactos desestabilizadores nos mercados domésticos de títulos e demais ativos. Em meio a regulação financeira, as políticas monetária e creditícia subsidiavam as condições favoráveis de financiamento do setor produtivo, mitigando os efeitos cíclicos do capital financeiro sobre as decisões de investimento e consumo (BELLUZZO, 2016)<sup>12</sup>. Nesse sentido, a rigidez dos controles monetários estava aparelhada ao objetivo de manutenção do pleno emprego, essencial para o circuito da produção e aos interesses nacionais de desenvolvimento.

Contudo, aos finais dos anos 1960 a conjuntura favorável de acumulação começou a apresentar sinais de esgotamento, para entrar em 1973 em sua fase de erosão. Clarke (1990) evidencia que, a partir de 1968, as economias do centro do capitalismo vivenciaram a desaceleração dos ganhos de produtividade, revelando as limitações técnicas e institucionais do sistema fordista. Assim, os países iniciaram uma trajetória de desaceleração do crescimento que foi potencialmente agravada pelos choques exógenos dos preços do petróleo da década de 1970<sup>13</sup>, cujos efeitos repercutiram sobre o aumento significativo dos custos de produção, reforçando a tendência de alta.

No que se refere à macrodinâmica do regime, Lipietz (1997) pontua que a queda dos lucros empresariais foi o grande catalizador da crise e do modo de regulação

---

<sup>12</sup> Segundo Belluzzo (2016), os controles regulatórios sobre o fluxo de capitais internacionais de curto prazo eram utilizados para impedir a transmissão de choques para as taxas de juros domésticas, causadores de instabilidades. Além disso, a legislação também era orientada por ações discricionárias, como a intervenção direta das autoridades monetárias sobre as instituições financeiras, impedindo que o setor crescesse de forma desproporcional aos demais, por força das atividades especulativas.

<sup>13</sup> O primeiro choque nos preços do petróleo ocorreu em 1973 e o segundo em 1979. Ambos impactaram significativamente as taxas de crescimento das economias industriais, colaborando ao declínio do sistema fordista (GLYN *et al.* 1998).

monopolista, atribuindo seu diagnóstico às condições da oferta. Nessa ótica, a retração dos ganhos de produtividade associada ao mecanismo de indexação dos salários, pressionaram as taxas de rentabilidade do capital, que são determinantes para o nível de investimento. Esse quadro desencadeou o fim da *Era de Ouro*, demarcando o início do período de estagflação que acometeu a economia mundial até os finais da década de 1980, como resultado da combinação do baixo crescimento e a elevação do nível dos preços.

Para além dos aspectos estritamente econômicos, Clarke (1990) destaca o acirramento do conflito distributivo da produção gerado por essa conjuntura, pois a contração dos lucros inviabilizava o atendimento das demandas de aumento salarial da classe trabalhadora que, por sua vez, teve seu poder de compra esvaziado em meio a estagflação. O rompimento do contrato social fordista foi uma consequência direta desse embate, indicando que os limites do regime não foram apenas técnicos, como também econômicos, institucionais e sociais<sup>14</sup>.

Conforme Boyer (2009), o período pode ser compreendido como uma crise estrutural do sistema capitalista, gerada pelas próprias contradições endógenas do regime fordista. Nesse sentido, a crise dos anos 1970 representava uma crise do modo de regulação monopolista, ensejando transformações institucionais e econômicas para sua superação. Para os regulacionistas, “os sistemas socioeconômicos se reproduzem se transformando” (BRUNO, 2005, p. 27), isto é, criando novas regularidades que não podem ser produzidas sob os padrões vigentes. Assim, somente a partir do processo de mutação de suas estruturas constitutivas, seria possível recompor sobre as bases de um novo modo de regulação, a coesão social e a coerência macrodinâmica necessárias à progressão capitalista (BRUNO, 2005).

Dessa forma, com o colapso do fordismo, o capitalismo entra em uma nova etapa de desenvolvimento liderada pelas finanças, isto é, *o finance-led regime*, que alterou os fundamentos estruturais do sistema econômico (BOYER, 2009). O novo padrão é marcado pela expansão e centralidade da acumulação financeira, que emerge como fonte primária da geração de renda e riqueza, prevalecendo sobre as alocações diretamente

---

<sup>14</sup> Segundo Clarke (1990, p. 5), “os limites técnicos são definidos pelo esgotamento da possibilidade de aumentar a produtividade através das economias de escala (...). Os limites econômicos são definidos pela queda da taxa de lucro, que resulta de fatores como aumento da composição orgânica do capital, pressões salariais face ao declínio da produtividade, e das limitações dos mercados para absorção dos bens de consumo homogêneos, à medida que os rendimentos aumentavam. Os limites sociais são definidos pela crescente pressão sobre a rentabilidade e sobre as finanças públicas, impostas pelas demandas da classe trabalhadora”.

produtivas (KRIPPER, 2005; STOCKHAMMER, 2008). Mais do que isso, as finanças ultrapassam seu papel tradicional de financiamento da produção, se consolidando como fonte de riqueza dotada de autonomia, que busca se auto expandir como capital especulativo, se desvinculando da economia real (SWEEZY, 1994).

Braga (2017), define a financeirização como uma norma sistêmica de riqueza, produtora de uma nova dinâmica estrutural baseada na lógica financeira, que caracteriza em âmbito global, o comportamento dos agentes do circuito econômico<sup>15</sup>. Boyer (2000), por sua vez, acrescenta que, para além das expectativas de consumo, as variáveis financeiras tornam-se determinantes para as decisões de investimento e produção. Nesse sentido, é possível afirmar que a própria dinâmica de produção se torna subordinada às finanças, que se coloca como o novo eixo da acumulação<sup>16</sup>.

No que tange ao processo de reconfiguração do Estado, Clarke (1990) destaca que o colapso do fordismo corroeu a legitimidade das estratégias intervencionistas com seu conjunto de políticas keynesianas e redistributivas, uma vez que, o mecanismo de correção salarial e os impactos da expansão dos gastos sociais, foram associados às causas fundamentais da erosão das bases da acumulação capitalista (ANDERSON, 1995). Nesse cenário, a saída da crise estagflacionária seria então balizada pela teoria neoliberal, que ganhava protagonismo neste debate por influência da implementação das políticas monetaristas nas economias desenvolvidas ao longo da década de 1980<sup>17</sup>.

Com a crise do Estado intervencionista, o modo de regulação monopolista do fordismo, estruturado em torno do pleno emprego e dos aparatos de proteção social, foi substituído pelo *modo de regulação neoliberal*, no qual a promoção da estabilidade inflacionária e da re-valorização rentista-patrimonial se tornam os elementos centrais da macrodinâmica (STOCKHAMMER, 2008). Assim, observa-se uma importante inflexão

---

<sup>15</sup> Sestelo *et al.* (2017) esclarecem que a financeirização trata-se de um padrão sistêmico, pois a lógica financeira tem condicionado as estratégias dos agentes privados, as operações de financiamento e do gasto público, modificando a dinâmica macroeconômica, ultrapassando, portanto, os limites do espaço bancário, no sentido estrito.

<sup>16</sup> Em uma economia financeirizada, há um predomínio dos processos de revalorização estritamente financeira, em relação aos processos que exigem maiores imobilizações em capital fixo. Isso implica na subordinação das atividades produtivas aos interesses do setor financeiro, pois os detentores de capital optam por expandir seu patrimônio através dos canais financeiros, que apresenta retornos mais atrativos e de curto prazo e médio prazo (BRUNO, 2021).

<sup>17</sup> Anderson (1995), destaca a ascensão dos governos neoliberais nos Estados Unidos, com Ronald Reagan (1980), e na Inglaterra, com Margareth Thatcher (1979), como determinantes no processo de difusão da ideologia política neoliberal pelo mundo.

das funções do Estado no processo de acumulação, que passa a viabilizar condições de reprodução mais favoráveis ao capital financeiro em detrimento da classe trabalhadora.

Como destacado por Boyer (2000), a imposição da lógica financeira, demandava uma arquitetura coerente com os novos objetivos da acumulação. Com a guinada neoliberal, o formato das políticas econômicas e sociais passa a ser orientado pela racionalidade do capital financeiro, com impactos negativos sobre o mundo do trabalho, a desigualdade de renda e para a dinâmica do crescimento (PALLEY, 2007; FINE, 2009). Seu conjunto de medidas foi em direção à desregulamentação financeira e liberalização comercial; aumento da taxa de juros como medida de estabilização inflacionária; retração dos investimentos públicos e da oferta de serviços via privatizações; corte de gastos sociais; e reestruturação produtiva com flexibilização dos direitos trabalhistas, em conjunto com a retração da massa salarial, sinalizando o fim do compromisso capital-trabalho, elemento fundamental da macrodinâmica fordista.

Já se tratando das transformações ocorridas no sistema monetário internacional, a ruptura do acordo de Bretton Woods em 1971, com o padrão de conversibilidade ouro-dólar, está diretamente associada ao crescimento exponencial das finanças. Segundo Belluzzo (2016), o fim do período de “repressão financeira” intensificou o processo de globalização promovido pelos organismos internacionais, tais como o Banco Mundial e FMI, sendo potencializado pelos avanços das tecnologias da informação e pela proliferação de novos instrumentos financeiros<sup>18</sup>. Seu conjunto de mudanças deu espaço à formação de um espaço mundial integrado e hierarquizado, sem instâncias de regulação e controle, no qual a dinâmica macroeconômica ficou mais dependente dos ciclos de liquidez dos países centrais e, conseqüentemente, mais propensa a crises derivadas da inflação e deflação de ativos (COUTINHO & BELLUZZO, 1998; SESTELO *et al.*, 2017).

---

<sup>18</sup> Bruno *et al.* (2009, p.9) elencam as transformações do sistema monetário internacional indutoras do processo de financeirização, após a década de 1960: “i) o colapso do sistema de Bretton Woods e a mudança do padrão monetário internacional; ii) a internacionalização dos mercados de capitais, a intensificação da inovação e da concorrência financeira e o fenômeno de desintermediação bancária; iii) o surgimento de atores financeiros novos e potentes (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguros), e as implicações destas mudanças institucionais sobre a centralização e o aumento da liquidez financeira fora do circuito tradicional gerido pelo Banco Central; iv) a estagflação e a reafirmação da hegemonia norte-americana pelo viés da nova gestão da política monetária, com aumento drástico das taxas de juros em 1979; e v) as mudanças nas estratégias das grandes corporações industriais, tanto pela transnacionalização/internacionalização do sistema produtivo quanto pela modificação das estruturas patrimoniais (multiplicação das operações de fusões e aquisições)”.

Contudo, diferentemente do período fordista, a evolução do setor financeiro foi desarticulada de uma expansão correspondente do setor produtivo, já que o ritmo de crescimento econômico mundial segue lento e instável, acompanhado de taxas elevadas de desemprego<sup>19</sup>. Esse movimento é explicado pelo fato de que, em um ambiente macroeconômico financeirizado o desestímulo ao investimento produtivo será predominante, pois as alternativas de liquidez são diversificadas, oferecem menores riscos e maiores taxas de rentabilidade real, em relação as imobilizações em ativos de capital fixo (BRUNO, 2021, p.5).

Segundo Paulani (2009), desde os anos 1980, o estoque mundial de ativos financeiros apresenta trajetória de expansão em velocidade muito maior do que a apresentada pelo crescimento da renda real, verificada pela evolução do PNB. Analisando o período de 1980 a 2006, a autora aponta que enquanto o PIB mundial cresceu 314%, o estoque de ativos financeiros cresceu expressivos 1.292%.

A centralidade do capital financeiro no circuito de acumulação, possibilita o fortalecimento do seu poder político sobre as decisões governamentais, reduzindo o espaço de autonomia das políticas estatais. Bruno (2021) esclarece que nas democracias modernas o poder político está fortemente associado às posições patrimoniais, sendo definido em função do poder econômico. Sob essas condições estruturais o setor bancário-financeiro se coloca enquanto setor hegemônico, uma vez que, o processo de financeirização é fruto da articulação entre as esferas política, institucional e econômica-orçamentária, resultante das disputas que ocorrem no interior do Estado e moldam o sentido da acumulação (BRUNO & CAFFÉ, 2017; BRUNO, 2005).

Em termos concretos, esse processo é explicado pela forma como o modo de regulação neoliberal, como aparato institucional que sustenta o regime, se materializa na gestão macroeconômica e condiciona um padrão de intervenção pró-mercado financeiro, com efeitos que se estendem ao orçamento e, especialmente, sobre o movimento do gasto público, fragilizando as condições de financiamento dos sistemas de proteção social. A partir dessas considerações, as relações mutuamente determinantes entre o modo de

---

<sup>19</sup> No que se refere aos seus desdobramentos sobre o mundo do trabalho, esse processo está relacionado às tendências de desemprego estrutural e de retração dos salários reais, geradas pelos impactos negativos da queda da formação bruta de capital fixo empresarial sobre o crescimento econômico, que representa um importante elemento da demanda agregada (BRUNO, 2021).

regulação e a política econômica do Estado financeirizado serão exploradas na seção a seguir.

### **1.3 – As formas institucionais e o regime de política econômica**

As regularidades macroeconômicas necessárias à continuidade da acumulação, são estabilizadas e reproduzidas pela arquitetura institucional do modo de regulação que suporta o regime vigente. Essa constatação é traduzida pelo conceito de *formas institucionais* (FIs), que caracteriza o nível intermediário ou meso-econômico das macroanálises regulacionistas, permitindo a passagem micro-macro ao superar, em termos epistemológicos, os problemas de agregação vinculados à noção do agente representativo das variantes neoclássicas (BRUNO, 2005).

Nessa ótica, as FIs se constituem como o espaço concreto pelo qual o modo de regulação opera, sendo responsáveis por coordenar e compatibilizar o conjunto de comportamentos coletivos, individuais e setoriais com a lógica sistêmica de acumulação (FARIA, 2001). Ou seja, trata-se de uma institucionalidade disciplinadora que engendra as macro-regularidades básicas que, por sua vez, resultam do processo de codificação dos compromissos sociais entre as classes e os setores econômicos, aceitos como imprescindíveis à coesão e à coerência macrodinâmica do regime (BRUNO & CAFFÉ, 2017).

Bruno (2005, p. 52) enfatiza que o conceito de formas institucionais ultrapassa a concepção reducionista das análises neoclássicas, que descaracterizam o estatuto teórico da macroeconomia enquanto disciplina autônoma, reduzindo-a à mera agregação das racionalidades individuais. Assim, à medida que compreendem os fenômenos macroeconômicos pelas derivações lógicas que integram a premissa do equilíbrio geral, os neoclássicos esvaziam o conteúdo mediador das instituições, ao considerá-las como fatores exógenos de perturbação dos mecanismos mercantis, vistos como supostamente superiores a qualquer forma de coordenação.

Na Teoria Regulacionista, as FIs são vistas como os instrumentos de mediação das relações sociais bases do sistema, isto é, das interações entre agentes-estrutura, impondo determinadas restrições à fluidez do movimento mercantil, que são necessárias

para limitar as contradições inerentes ao processo de acumulação capitalista. Conseqüentemente, tanto a sua configuração quanto as regularidades que produz, representa o produto histórico da correlação das forças sociais, na disputa por seus interesses antagônicos, presentes em determinada economia (BRUNO, 2005; FARIAS, 2001).

Em termos metodológicos, a partir das FIs torna-se possível “derivar as regularidades macroeconômicas dotadas de certa estabilidade estatística” (BRUNO & CAFFÉ, 2017, p.4), que ao adquirem configurações estáveis, estruturam determinado modo de regulação do sistema econômico. Esta constatação justifica a relevância deste conceito para tratar das análises empíricas, pois permite que os componentes institucionais de um regime de acumulação específico sejam expressos econometricamente<sup>20</sup>. Na abordagem regulacionista, cinco formas institucionais, isto é, formas parciais de regulação presentes no âmbito das economias capitalistas, são destacadas: i) regime monetário-financeiro; ii) formas de concorrência; iii) relação salarial; iv) forma de inserção internacional e v) relação Estado e economia, FI do Estado<sup>21</sup>.

Na estrutura do modo de regulação, este conjunto de formas institucionais estabelece entre si uma relação de hierarquia e complementaridade estrutural que responde as exigências de compatibilidade do regime de crescimento, estando fortemente associada com as configurações de política econômica vigentes. Nesse sentido, a disposição hierárquica das formas institucionais irá determinar os níveis de hierarquia entre as políticas monetária, fiscal e cambial, as quais tendem a assumir arranjos que reproduzirão essa mesma hierarquia institucional no plano macroeconômico. Esta relação de hierarquia entre os componentes do modo de regulação, está diretamente associada com o maior ou menor grau de autonomia do Estado para formulação de suas políticas (BRUNO, 2005; BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010).

Em termos regulacionistas, a política econômica do regime se constitui como um dos pilares do modo de regulação, pois está vinculada as suas características institucionais

---

<sup>20</sup> As configurações particulares das FI, histórico e geograficamente inseridas, determinam os padrões de crescimento, o ritmo de acumulação de capital e de geração de emprego. Portanto, permitem expressar econometricamente um dado modelo de crescimento (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010).

<sup>21</sup> Para os fins desta análise, o trabalho mobilizará a forma institucional do Estado-economia, para compreender como a institucionalidade do regime de financeirização brasileiro condiciona o quadro de “desfinanciamento” da Seguridade Social.

e demandas específicas, contribuindo para reproduzir a lógica da estrutura<sup>22</sup>. Bruno (2005, p.131), define a política econômica do regime “como uma forma suplementar de coordenação do nível macro, ao lado das cinco formas institucionais, que possui o objetivo de completá-las ou reforçá-las em suas interações”. Fica evidente, portanto, a relação de interdependência entre a arquitetura institucional do regime e a política econômica que lhe é vinculada, cujo eficácia é mensurada em termos do seu grau de articulação com o modo de regulação instituído. Conseqüentemente, mudanças significativas na política econômica demandam mudanças institucionais correspondentes, tendo em vista suas interações estruturalmente determinantes<sup>23</sup>. Assim, à luz dessa definição torna-se possível compreender como o formato das políticas macroeconômicas é determinado em função do modo de regulação, à medida que atua impulsionando as regularidades fundamentais para sua estabilidade.

De acordo com Bruno & Marques-Pereira (2010), os *compromissos institucionalizados* (CI) exercem papel fundamental no processo de formatação e gestão da política macroeconômica, subsidiando as análises de sua interação com a estrutura institucional. Trata-se de uma construção social<sup>24</sup>, fortemente influenciada pela distribuição do poder político do momento histórico, que estrutura e legitima certas práticas sociais e econômicas norteadoras do modo de regulação, estimadas como potencialmente benéficas para a macroeconomia do país e ao conjunto da sociedade. Nesse sentido, os CI serão a base para o funcionamento do regime e de sua política econômica, delimitando o comportamento dos agentes<sup>25</sup>. Essa perspectiva se torna particularmente relevante ao justificar como a configuração de determinado instrumento de política econômica, pode ser considerada eficiente em termos de coerência macrodinâmica, apesar de ocasionar graves custos sociais para coletividade.

---

<sup>22</sup> Nas análises regulacionistas, a política econômica é classificada em duas formas: i) a política econômica de regime, que junto com as demais formas institucionais sustenta os períodos de estabilidade, atuando como peça suplementar do modo de regulação; e ii) a política econômica de transição de regime, que nos momentos de crise, é utilizada pelo Estado para reconfigurar as demais formas institucionais para superar a crise e criar um novo modelo de acumulação (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010).

<sup>23</sup> Bruno e Marques-Pereira (2010, p.19), detalham que “, mudanças significativas na política econômica pressupõem mudanças institucionais importantes, sob pena de não alcançarem seus objetivos ou mesmo de gerarem uma crise de legitimidade. Como resultado de uma nova institucionalidade, base de nova formatação da política econômica, um novo regime de crescimento pode emergir”.

<sup>24</sup> De acordo com Bruno e Caffé (2017, p.102), os compromissos institucionalizados (Ci), tratam-se de “acordos, convenções e normatizações selando determinados comportamentos e relações entre as partes, classes sociais, cidadãos e governos. Os Ci criam regras, direitos e obrigações entre os participantes, impondo uma disciplina e regularidade das ações pactuadas”.

<sup>25</sup> A incorporação dos ganhos de produtividade aos salários reais e as políticas de redistribuição de renda, são exemplos de CI presentes na estrutura de acumulação fordista (BRUNO & CAFFÉ, 2017).

Nessa abordagem, uma forma institucional é considerada hierarquicamente superior quando é capaz de impor certas restrições estruturais sobre a configuração e a evolução das outras formas institucionais (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010, p.21). Segundo os autores, a relação salarial do período fordista é um exemplo típico da hipótese da hierarquia institucional, ao se colocar como eixo central do regime, subordinando a atuação das demais formas institucionais e aparelhando os instrumentos de política macroeconômica às necessidades do padrão intensivo com consumo de massa. Já na atual etapa do capitalismo, a forma de inserção internacional, estruturada em torno dos imperativos de liberalização e competitividade da globalização financeira, domina a hierarquia das formas institucionais nacionais (BECKER *et al.*, 2010).

Em decorrência, esse padrão condiciona a prevalência da política monetária como instrumento hegemônico de política econômica, submetendo os demais instrumentos às prerrogativas de estabilidade inflacionária e de revalorização dos capitais financeiros, que sintetizam os CI perseguidos pelo Estado, à despeito dos demais objetivos da intervenção pública. Essa *dominância monetária*<sup>26</sup> evidencia, portanto, a subordinação das finanças públicas à racionalidade da acumulação financeira. Conforme Bruno e Marques-Pereira (2010, p. 29), o sentido dessa subordinação é manter a definição do orçamento público e, especificamente, a distribuição do gasto público, à serviço das demandas do setor financeiro, viabilizando sua expressiva captura destes recursos através da dívida pública.

O exame da construção desta macroeconomia voltada para estabilidade financeira, perpassa pelo “tipo de Estado” e da natureza de sua intervenção no processo econômico, que se concretizam no âmbito do regime vigente, indo ao encontro dos interesses da revalorização rentista-patrimonial. Assim, a próxima seção abordará as transformações da FI do Estado e seus efeitos sobre a dinâmica do orçamento público, que expressa as prioridades desta intervenção a partir das suas diretrizes alocativas.

---

<sup>26</sup> Entende-se por dominância monetária, a situação estrutural em que a política monetária subordina a evolução das políticas cambial e fiscal.

#### **1.4 - A FI Estado e o Regime Fisco-financeiro: alterações na natureza da intervenção pública e as tendências macro-orçamentárias**

A arquitetura institucional do modo de regulação e a política macroeconômica vinculadas ao regime de acumulação, são os fatores determinantes das tendências de longo prazo do orçamento público e de suas prioridades alocativas, isto é, as regularidades orçamentárias. A análise da FI do Estado, que caracteriza o perfil da intervenção pública no processo de acumulação capitalista, é uma etapa central para compreender como essas interações econômicas-orçamentárias são impactadas pela financeirização.

A teoria regulacionista parte do reconhecimento dos vínculos estruturais e complementares entre as ações econômicas do Estado e o movimento do mercado, que delimita o contexto base da intervenção pública, cuja atuação estará permanentemente limitada pela lógica de acumulação vigente. Essas duas instâncias se articulam no âmbito da reprodução social e econômica, superando a relação de dicotomia presente nas análises tradicionais (BRUNO, 2005, p.71).

Nas macroanálises regulacionistas, o Estado capitalista é apreendido como o *locus* de articulação do processo econômico e político nas dimensões nacional e internacional (BRUNO & CAFFÉ, 2017). Na esfera doméstica, o Estado se constitui como instância reguladora e organizadora do modo de acumulação capitalista, delineado pelos interesses dos setores econômicos hegemônicos. Enquanto na esfera internacional, é compreendido como instância articuladora do processo econômico interno com o sistema capitalista global. Nesse sentido, sob o regime de acumulação financeira, o Estado passa a ser a instância institucional promotora, valendo-se das reformas institucionais e dos seus instrumentos de política econômica, das condições necessárias à progressão da acumulação rentista-patrimonial (BRUNO & CAFFÉ, 2017). Assim, as prioridades da intervenção pública transitarão em torno dos interesses do capital financeiro, preterindo as necessidades sociais e de desenvolvimento nacional. Essa conduta pode ser visualizada na dinâmica de alocação do gasto público, que consiste em um importante indicador da relação Estado-economia (STREECK, 2013).

Conforme Aglietta (1997), o Estado ocupa lugar fundamental no processo de reprodução capitalista, representando a síntese dos conflitos sociais e econômicos que permeiam as formas institucionais consolidadas. Nesse sentido, a criação de novas

instituições, como expressão política desta correlação de forças, perpassa necessariamente pelo Estado. Na mesma linha, Bruno (2005) destaca que a combinação entre as normas estabelecidas e a totalização dos conflitos sociais, é devidamente expressa nas definições do orçamento público, que estrutura a forma de socialização dos fluxos monetários e de apropriação de riqueza, e no formato do regime monetário, que determina as formas de restrição financeira sobre os comportamentos privados<sup>27</sup>.

Nessa abordagem, a FI do Estado se refere ao conjunto de compromissos institucionalizados<sup>28</sup> que criam as regularidades presentes na evolução das despesas e receitas públicas (BRUNO & CAFFÉ, 2017). Essa articulação é responsável por consolidar um determinado *regime fisco-financeiro* (THÉRET, 1998 *apud* BRUNO 2005), que expressa o padrão de relacionamento entre o Estado e a economia na dinâmica do orçamento público, resguardando coerência com o regime de acumulação que lhe é vinculado.

Na dinâmica capitalista, o orçamento público se constitui como um espaço de luta política onde as diferentes forças sociais buscam garantir seus interesses na conformação dos gastos e do financiamento público. Dessa forma, para além dos aspectos de natureza técnico-contábil, as análises sobre o orçamento devem considerar a dimensão intrinsecamente política deste instrumento que operacionaliza a intervenção concreta do Estado nas esferas econômica e social, refletindo as prioridades de políticas públicas a partir das suas diretrizes alocativas (OLIVEIRA, 2018; SALVADOR, 2010; 2017). O orçamento público expressa, portanto, a correlação das forças políticas e dos interesses dominantes que integram determinada sociedade, sendo uma extensão dos objetivos macroeconômicos do Estado que, por sua vez, estão fortemente associados ao movimento de acumulação.

Sob o regime de financeirização, o orçamento tem ganhado contornos mais regressivos<sup>29</sup> diante do fortalecimento da influência do setor financeiro sobre as diretrizes

---

<sup>27</sup> Para os fins desta dissertação, a análise da forma de intervenção do Estado no processo econômico será feita pela ótica orçamentária.

<sup>28</sup> No que se refere aos compromissos institucionalizados, Bruno e Caffé (2017) esclarecem que, o Estado responde pela regulação da relação salarial (configuração vigente da relação capital-trabalho assalariado, definindo o salário direto e o salário indireto, através das políticas de Bem-Estar Social); pelas características do regime monetário; e pelas formas de concorrência. Estes compromissos institucionalizados correspondem as três áreas centrais da atuação da política econômica.

<sup>29</sup> O orçamento público é considerado regressivo ou progressivo de acordo com sua capacidade de impulsionar maiores níveis de redistribuição ou de concentração de renda no âmbito doméstico. Assim, um

econômicas, que passa a disputar cada vez mais recursos estatais, pela via das desonerações tributárias e, especialmente, pela via da realocação do gasto público em seu proveito. No que compete as despesas, observa-se uma importante alteração na natureza do gasto público, caracterizada pelo recuo dos investimentos e estagnação dos gastos sociais<sup>30</sup>, em meio aos esforços de consolidação das finanças públicas que ocorrem pelo crescimento das despesas financeiras diante da dinâmica da dívida (BRUNO, 2005). Já na esfera do financiamento, constata-se a redução da progressividade dos sistemas tributários diante dos privilégios concedidos ao capital financeiro, dado seu elevado grau de mobilidade e as exigências de competitividade na captação dos fluxos de investimentos, inerentes a dinâmica globalizada. Por outro lado, sob a regência da financeirização, observa-se a estagnação das taxas de crescimento econômico e das cargas tributárias em nível internacional (FEIJÓ *et al.*, 2016), fator que implica na redução das receitas públicas e aprofunda a dependência dos Estados das fontes financeiras para a cobertura das suas despesas.

Nesse sentido, Streeck (2013) argumenta que o aumento dos níveis da dívida pública é um fenômeno que se aplica à todas as economias capitalistas democráticas. O autor evidencia que, entre os anos de 1970 e 2010, o nível de endividamento médio em uma amostra de países da OCDE, passou de 40% do PIB para 90%. Em que pese as especificidades das configurações nacionais, o declínio de longo prazo do crescimento é visto como a causa comum e fundamental do aumento do endividamento, por condicionar a perda de capacidade fiscal dos Estados para atender as demandas por progresso econômico e social das quais dependem sua legitimidade<sup>31</sup>. Streeck (2013), sintetiza esse movimento como a transição do *Estado fiscal*, que se utiliza dos recursos tributários como fonte primária de financiamento, à exemplo do período fordista, para o *Estado*

---

sistema orçamentário é classificado como progressivo se sua execução promove impactos redistributivos substanciais, enquanto um sistema considerado regressivo aprofunda as desigualdades de renda.

<sup>30</sup> É importante destacar que este é uma tendência geral das alterações da natureza do gasto público, induzidas pelo movimento do capital. No caso do Brasil, os gastos sociais seguiram em trajetória crescente mesmo diante da financeirização da economia, pelo fato de que o EBES foi consolidado tardiamente pela Constituição de 1998. Por essa mesma razão, a carga tributária também foi ampliada no Brasil ao longo dos últimos anos. No entanto, apesar dessas especificidades orçamentárias, o processo de financeirização do Estado continuou sendo aprofundado, como mostrarão os indicadores do capítulo 2.

<sup>31</sup> Streeck (2013) salienta que, o crescimento da dívida foi acompanhado de um declínio da participação política, resultante do enfraquecimento dos sindicatos e das greves trabalhistas, e da redução das taxas de participação eleitoral. Dessa forma, o aumento no endividamento público não seria resultado das pressões fiscais geradas pelas demandas sociais dos Estados democráticos, como é vinculado pelas análises ortodoxas.

*endividado*, diante do aumento da importância da dívida como mecanismo complementar de provisão de receitas, a partir dos anos 1980<sup>32</sup>.

Nesse cenário, as prioridades alocativas dos Estados têm atuado em conformidade com a reprodução da lógica rentista de acumulação, movimento que pode ser identificado pela ampliação dos mecanismos fiscais que asseguram a crescente transferência de recursos ao capital financeiro sob a forma de juros e amortizações da dívida pública, que se constitui como importante instrumento de valorização financeira. Essa dinâmica tem como desdobramento direto, a implementação de amplas medidas de ajuste fiscal que fragilizam o financiamento das políticas de proteção social.

De acordo com Streeck (2013, p.18), “a política da dívida pública pode ser visualizada em termos de um conflito distributivo entre credores e cidadãos”, que se materializa na esfera orçamentária. Assim, conforme o endividamento aumenta, o mercado demanda ao Estado medidas de contenção das despesas internas e a imposição de regras fiscais-orçamentárias, usualmente direcionadas às políticas sociais, como garantia de que as despesas relacionadas à dívida serão efetivadas. Portanto, no âmbito do regime de financeirização, as demandas por fortalecimento dos mecanismos de proteção social colidem diretamente com as demandas de austeridade do mercado financeiro, à medida que o Estado perde sua autonomia sobre a política fiscal. Essa dinâmica sintetiza a chamada “*política de gestão da dívida pública*” (STREECK, 2013), que emerge a partir da crise financeira global de 2008, nos marcos da passagem do Estado endividado para o *Estado da consolidação*, que estrutura o compromisso permanente dos governos com o equilíbrio fiscal através da imposição de políticas de austeridade centradas na redução dos gastos públicos, em linha com as diretrizes neoliberais.

Karwowsky e Centurion-Vicêncio (2018), apontam que o Estado se torna financeirizado quando reduz seus compromissos e responsabilidades com a sociedade, por consequência da transformação do seu relacionamento com os mercados financeiros. Em termos concretos, a financeirização do Estado e as alterações que promove no seu relacionamento com a economia, são resultado do padrão de política econômica que se estabelece nesse arranjo, sobretudo, nos campos da política fiscal e da política monetária.

---

<sup>32</sup> Vale ressaltar que, o aumento da importância da dívida como mecanismo de financiamento também é justificado pelo fato de que, o aumento da carga tributária torna-se uma medida politicamente inviável em meio ao esvaziamento da credibilidade das intervenções econômicas estatais.

Na nova estrutura, a condução da política monetária é norteada pelo controle do nível dos preços, mediante a implementação dos sistemas de metas de inflação conduzidos por Bancos Centrais independentes. De acordo com Karwowsky & Centurion-Vicêncio (2018), a consequência direta desse arranjo foi a intensificação do processo de valorização dos ativos financeiros, por legitimar a política de juros altos como instrumento de controle inflacionário, gerando a redução da flexibilidade da política monetária para atender as demandas de desenvolvimento nacional como contrapartida. Já a política fiscal, tem seu componente anticíclico de controle das oscilações na demanda agregada esvaziado, sendo reduzida à uma “política financeira de gestão do orçamento público” (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010, p.38). Tal reconfiguração é balizada pela perspectiva axiomática da ortodoxia monetarista, sob o suporte do Novo Consenso Macroeconômico, de que os gastos públicos são necessariamente inflacionários, argumento que impulsiona a implementação da agenda de austeridade dos governos neoliberais. Dessa forma, a política fiscal é vinculada à função de suporte da política monetária, buscando, em última instância, o controle dos níveis dos preços e do endividamento público.

Assim, à luz da teoria regulacionista, o próximo capítulo se dedica ao exame do regime de financeirização da economia brasileira. A partir da articulação dos conceitos de *modo de regulação* e de *regime de política econômica*, busca-se compreender como o desenho do tripé é determinado pela forma como a financeirização se desenvolve no Brasil, pela via da renda de juros concentrada na dívida pública, bem como as regularidades que imprime na dinâmica orçamentária, sinalizando como essa interação se converge na drenagem dos recursos da Seguridade Social. Nessa construção, a noção de *compromissos institucionalizados* será mobilizada para evidenciar como o tripé macroeconômico representa o compromisso permanente do Estado brasileiro com a revalorização dos capitais financeiros, impulsionando as regularidades fundamentais à reprodução do ciclo da dívida pública. Nesse sentido, a atuação da DRU é interpretada como uma extensão do CI do tripé à dinâmica orçamentária federal, por “liberar” os recursos das políticas sociais para cobertura das metas primárias, colaborando com a estabilidade do regime econômico.

## 2- FINANCEIRIZAÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA: AS ESPECIFICIDADES DO CASO BRASILEIRO

### 2.1. Introdução

A financeirização não é um processo que ocorre de maneira uniforme entre os países, em que pese suas características gerais e comuns que a qualificam como novo padrão de acumulação capitalista em nível global. Como visto no capítulo anterior, de acordo com a teoria regulacionista os regimes de acumulação são delimitados pelas especificidades dos arranjos institucionais domésticos, que resultam da articulação entre as esferas social, política e econômica-orçamentária, vigentes em determinado período (BOYER, 2009; BRUNO, 2005). Nesse sentido, a financeirização é um fenômeno que se manifesta de forma distinta nas economias centrais e periféricas, tendo em vista as diferentes conformações histórico-institucionais e a disposição assimétrica do sistema monetário internacional (SMI), que condicionam as formas de integração desses países na globalização financeira e, conseqüentemente, as características estruturais dos regimes de acumulação (BECKER, *et al.*, 2010; BONIZZI *et al.*, 2019).

Essas diferentes formas de inserção no circuito financeiro derivam da posição que os países ocupam na *hierarquia das moedas*, que classifica as moedas nacionais de acordo com o seu prêmio de liquidez e promove uma assimetria de gestão macroeconômica correspondente (FRITZ *et al.*, 2016; PRATES *et al.*, 2007; DE CONTI *et al.*, 2014), ao delimitar o espaço de autonomia para condução das políticas domésticas. Os países periféricos se encontram nos níveis mais baixos desta hierarquia e, por isso, são compelidos a fixarem taxas de juros mais elevadas para a venda dos títulos de sua dívida, como forma de compensar a baixa liquidez de suas moedas e se manterem competitivos na atração de capital externo (BECKER *et al.*, 2010; BONIZZI *et al.*, 2019). Dessa forma, os países periféricos desfrutam de um menor grau de autonomia para formulação da sua política econômica em relação aos países centrais, com efeitos que se estendem à política orçamentária, caracterizando um padrão de inserção subordinado ao sistema monetário e aos interesses do capital financeiro internacional. Enquanto o modelo de financeirização dos países centrais e suas estratégias de política econômica são norteados por fatores internos, essa articulação nos países periféricos é fortemente influenciada pela conjuntura internacional, haja visto a vulnerabilidade externa estrutural dessas economias.

Nesse sentido, os regimes de financeirização periférica induzem a uma configuração das políticas monetária, fiscal e cambial pensadas “de fora para dentro”, alinhando as demandas de compatibilização da acumulação interna às restrições externas (KARWOWSKY & STOCKHAMMER, 2017). O resultado é que nas economias periféricas a financeirização se desenvolve pela via dos juros e concentrada no endividamento público, enquanto nas economias centrais esse processo ocorre pela inflação do preço dos ativos financeiros (BECKER *et al.*, 2010; BRUNO 2011; BRUNO & CAFFÉ, 2017).

Essa condição é o ponto de partida para entender o modelo brasileiro de financeirização por juros, consolidado pela regulação do *tripé* macroeconômico de 1999, no qual a dívida pública se constitui como o principal eixo de acumulação rentista. Esse modelo fomenta o conflito orçamentário na alocação dos recursos públicos federais entre as despesas da Seguridade Social e as despesas financeiras. Isso ocorre porque neste modelo as despesas financeiras são estruturalmente altas e absorvem uma parcela expressiva da despesa federal, demandando o desvio das receitas da Seguridade para cobertura da carga de juros do orçamento fiscal. Vários instrumentos fiscais têm operacionalizado esse desvio, sendo a DRU o principal deles, considerando a extensão do seu período de vigência e o expressivo quantitativo dos recursos desviados. Por essa razão, argumenta-se que o orçamento da seguridade tem sido, em termos regulacionistas, um dos mecanismos geradores de estabilidade do regime financeiro no Brasil.

Sendo assim, este capítulo tem como objetivo apresentar o modelo de financeirização da economia brasileira que, enquanto país periférico-dependente na dinâmica do capitalismo global, difere do modelo adotado pelas economias centrais. Será abordado as implicações desse modelo para o desenho da política econômica nacional, especialmente para as políticas monetária e fiscal, que condicionam importantes restrições ao gasto público federal e fragilizam o financiamento das políticas da Seguridade. Para isso, o capítulo dispõe de mais três seções, além desta introdução. A segunda seção aborda as condições de inserção subordinada das economias periféricas na globalização financeira em meio a hierarquia das moedas do SMI, que molda as tendências estruturais dos processos de financeirização destes países, os quais se consolidam em torno da dívida pública e da política de juros elevados, apresentando o caso brasileiro. A terceira seção apresenta o tripé macroeconômico, que consolida o regime de financeirização no país, bem como as regularidades orçamentárias que

engendra ao fomentar o conflito entre as despesas financeiras e as despesas da Seguridade Social na distribuição dos recursos federais. Por fim, a quarta seção apresenta a DRU e sua funcionalidade ao regime de financeirização brasileiro.

## **2.2 - A inserção subordinada das economias periféricas na globalização financeira e o modelo de financeirização por juros da economia brasileira**

O modo de inserção de um determinado país na economia internacional delimita os efeitos da financeirização sobre a dinâmica econômica e orçamentária da esfera doméstica, tendo em vista as relações hierárquicas que permeiam o SMI (BOYER, 2009). Dessa forma, as análises sobre as características dos regimes de acumulação e das políticas macroeconômicas que lhes são vinculadas, perpassam pela compreensão da dualidade centro-periferia<sup>33</sup>, que estrutura não apenas as interações produtivas do capitalismo global, como também as de cunho financeiro e monetário (FRITZ *et al.*, 2016; BECKER *et al.*, 2010). Portanto, os processos de financeirização dos países periféricos são qualitativamente distintos daqueles observados nos países centrais.

Assim, entende-se os “países centrais” como o conjunto de países da OCDE, notadamente Estado Unidos e os países do norte europeu, que lideraram o processo de industrialização do período fordista e se consolidaram enquanto economias dominantes no cenário internacional. Enquanto o termo “países periféricos” é utilizado para se referir às economias do Sul Global, que possuem uma dinâmica produtiva assentada nas exportações primárias e uma estrutura industrial incompleta sendo, portanto, dependentes do “centro” como mercado consumidor de suas *commodities* e como fornecedores dos insumos de maior densidade tecnológica necessários à produção, fator que determina os níveis de restrição externa mais elevados dessas economias<sup>34</sup>.

Conforme Bonizzi *et al.*, (2019), as assimetrias existentes na esfera financeira são parte dos desdobramentos históricos das assimetrias vistas nas cadeias globais de valor, que possibilitaram que os lucros continuassem sendo apropriados em maior escala pelos

---

<sup>33</sup> Nos estudos sobre os processos de financeirização, a ideia centro-periferia da literatura estruturalista da dependência, que denota as assimetrias produtivas e tecnológicas que conformam a divisão internacional do trabalho (DIT) entre os países, é incorporada para caracterizar a estrutura hierárquica do SMI (FRITZ *et al.*, 2016; BECKER *et al.*, 2010).

<sup>34</sup> Entre as várias características referentes a condição periférica, tais como a presença de forte heterogeneidade estrutural e social, restrições no balanço de pagamento e de capacidade de acumulação de capital, os estudos sobre se financeirização se concentram nas formas de inserção dessas economias no SMI e, especificamente, nos seus desdobramentos sobre os arranjos de política econômica e orçamentária (BECKER *et al.*, 2010).

países centrais, o que se refletiu no desenvolvimento de bases financeiras mais consistentes para sustentar a financeirização. Nesse sentido, as condições de inserção das economias periféricas nos fluxos globais, tanto no produtivo como no financeiro, ocorrem de forma subordinada (BONIZZI *et al.*, 2019). No fluxo produtivo, as economias periféricas são integradas às cadeias globais de produção fornecendo, essencialmente, matérias-primas e mão de obra barata. Já no fluxo financeiro, a posição subordinada decorre da estrutura hierárquica do sistema monetário que classifica as moedas nacionais em função do seu prêmio de liquidez, mensurado em termos da capacidade de desempenharem as três funções clássicas da moeda – meio de troca, unidade de conta e denominação de contratos, e reserva de valor – no âmbito internacional (DE CONTI *et al.*, 2014; FRITZ *et al.*, 2016).

De acordo com Fritz *et al.* (2016, p.8), o dólar estadunidense se encontra no topo da hierarquia monetária estabelecida no pós-*Bretton Woods*, sendo considerada a *moeda-chave* de organização deste sistema e a de maior grau de liquidez<sup>35</sup>. Na posição intermediária estão as moedas emitidas por outros países centrais, que também são consideradas moedas líquidas, mas apresentam um grau de liquidez menor em relação à moeda-chave. Enquanto na última escala desta hierarquia, encontram-se as moedas dos países do Sul Global, que são consideradas não-líquidas. Desse modo, tais países precisam compensar seu menor prêmio de liquidez através do diferencial das taxas de juros, criando condições atrativas para que os agentes financeiros demandem ativos da sua dívida pública.

Assim, em função da hierarquia das moedas os países periféricos possuem uma inserção subordinada no SMI, que reduz seu espaço de autonomia para condução das políticas econômicas, influenciando os comportamentos do câmbio, dos juros e do gasto público (BONIZZI *et al.*, 2019; FRITZ *et al.*, 2016; DE CONTI *et al.*, 2014). Nesse sentido, Ocampo (2007) argumenta que, dado as condições de vulnerabilidade externa estrutural, os arranjos econômicos dos países periféricos são moldados para atrair capital externo e para “conquistar” a credibilidade dos agentes financeiros.

Feijó *et al.* (2016) afirmam que com a liberalização financeira, os fluxos de capitais para as economias periféricas possuem uma natureza altamente volátil, pró-cíclica e dotada de forte componente especulativo. Ou seja, a demanda por ativos em

---

<sup>35</sup> Nesse sentido, o dólar é a única moeda nacional que exerce as três funções clássicas da moeda no plano internacional, possuindo um grau de conversibilidade total e exclusivo. O real brasileiro, enquanto moeda periférica, encontra-se na última camada da hierarquia das moedas (FRITZ *et al.*, 2016).

moedas periféricas tende a ser abundante nos períodos de *boom* do ciclo econômico, movimento que é rapidamente revertido nos períodos recessivos. Segundo Bruno e Gentil (2022), essa condição reporta como a periferia é transformada em uma plataforma internacional de valorização financeira em meio a hierarquia do sistema monetário.

Na mesma linha De Conti *et al.* (2014, p.348), argumentam que “as moedas periféricas são extremamente sensíveis ao estágio global de preferência pela liquidez”. Com isso, esses ativos estão permanentemente sujeitos à “*fuga para qualidade*”, pois nos cenários de aumento do grau de incerteza na dinâmica econômica, os agentes financeiros transferem suas alocações para os ativos mais seguros, isto é, portadores de maior liquidez internacional, que são denominados nas moedas centrais e atuam como o “*receptáculo da incerteza*”<sup>36</sup>. Consequentemente, a volatilidade dos fluxos de capitais torna as economias periféricas mais vulneráveis aos ciclos de liquidez internacional, condicionando o maior grau de instabilidade macroeconômica desses países. Por essa razão, essas economias se apoiam no vasto acúmulo de reservas cambiais, que consiste em um mecanismo de defesa inerente à condição periférica, para se prevenir aos eventuais movimentos de fuga para qualidade e aos ataques especulativos (BONIZZI *et al.*, 2019; FEIJÓ *et al.*, 2016).

Nesse sentido, a integração subordinada das economias periféricas ao mercado financeiro global acarreta novas formas de vulnerabilidade externa, em que a dependência industrial é ampliada para a esfera monetária (BECKER *et al.*, 2010), limitando sua margem de autonomia para definição das políticas econômicas nacionais<sup>37</sup>. Em termos concretos, essa restrição pode ser visualizada nas regras para determinação das taxas de juros e da taxa de câmbio, cujas estratégias não são direcionadas exclusivamente pelas demandas nacionais de desenvolvimento, mas sim para atrair capital estrangeiro e conter os efeitos cíclicos das desvalorizações cambiais, com seus efeitos deletérios sobre as taxas de inflação domésticas (FEIJÓ *et al.*, 2016; LEAL, 2020).

---

<sup>36</sup> O fato de as moedas periféricas estarem sujeitas à fuga para qualidade, está diretamente relacionado com a baixa demanda externa por aplicações de longo prazo nessas economias. Por isso, os fluxos de capitais aos países periféricos possuem uma natureza majoritariamente especulativa, que está diretamente relacionada às expectativas dos agentes de valorização cambial (DE CONTI *et al.*, 2014; FRITZ *et al.*, 2016).

<sup>37</sup> A vulnerabilidade dos países periféricos aos choques externos se manifesta tanto na balança comercial, diante de variações das exportações, quanto na conta capital, pelas variações nas taxas de juros e de câmbio geradas pela alta volatilidade dos fluxos de capitais. No que compete a vulnerabilidade da esfera monetária, a política macroeconômica desses países é modulada para mitigar a volatilidade dos fluxos de capitais, dado a condição periférica das suas moedas e a inserção subordinada na globalização financeira. Nesse sentido, é que se manifestam as limitações sobre a autonomia para formulação das políticas domésticas (BECKER, *et al.*, 2010; CONTI, *et al.*, 2014; FRITZ, *et al.*, 2016; FEIJÓ, *et al.*, 2016; BONIZZI *et al.*, 2019).

Desse modo, nessas economias a taxa de juros é estruturalmente alta e, por consequência, o câmbio tende a ser manter sobrevalorizado e volátil<sup>38</sup>. Enquanto a política fiscal é norteadada pelos imperativos da austeridade, mediante a imposição de regras disciplinadoras da despesa pública que reforçam o compromisso do Estado com a agenda do mercado financeiro, assegurando as condições orçamentárias necessárias ao cumprimento das despesas da dívida pública. Feijó *et al.* (2016) destacam que, nas economias financeirizadas o nível de endividamento público, mensurado pela relação dívida/PIB, é utilizado pelo mercado como um parâmetro de potenciais crises fiscais, especialmente após a crise de 2008 que reacendeu a defesa das políticas de austeridade no campo econômico. Nesse sentido, a consolidação fiscal tornou-se um requisito de credibilidade da política econômica, incorporando à política fiscal “o papel de fiadora do espaço de valorização do capital e de responsável por afastar o risco de *default* da dívida.” (LOPREATO, 2004, p. 185 *apud* GENTIL, 2006, p. 196).

Assim, ainda que a financeirização implique na subordinação da política econômica aos imperativos do capital, condição que se estende a todos os países financeirizados, nos países periféricos essa subordinação é ainda mais acentuada, pois a posição que ocupam na hierarquia monetária se converge em um menor grau de autonomia macroeconômica. Com efeito, a política econômica dos países periféricos é configurada para reproduzir as condições de revalorização financeira dos capitais, a despeito das demandas sociais e dos demais segmentos econômicos.

Portanto, embora as economias periféricas sejam um grupo heterogêneo, que possuem especificidades relacionadas ao seu processo de formação histórica e ao contexto político, institucional e econômico vigentes, responsáveis pelas diferentes características dos regimes de acumulação, esses processos apresentam um padrão estrutural comum. Becker *et al.* (2010) apontam que os regimes de *financeirização periférica* tem a política de juros elevados como seu traço fundamental e se consolidam em torno da dívida pública, que representa o eixo macrodinâmico do sistema. Isso ocorre porque a necessidade de acumular reservas em níveis elevados, impulsiona a expansão do mercado de títulos públicos desses países a partir dos anos 1990 (BONIZZI, 2019;

---

<sup>38</sup> A política de juros elevados tende a manter a taxa de câmbio sobrevalorizada, pois possibilita a captação de capital estrangeiro em nível acima das demandas de equilíbrio da conta corrente (FEIJÓ, *et al.*, 2016). Contudo, a presente dissertação não pretende discutir os efeitos da financeirização periférica sobre a política cambial. Para os fins propostos pela pesquisa, a discussão enfatizará as implicações da política de juros altos, característica estrutural dos regimes periféricos, para a política fiscal e, especialmente, para a dinâmica de alocação do gasto público. Como dito, esta construção será mobilizada para análise do caso brasileiro e do processo de “desfinanciamento” da Seguridade Social.

POWELL, 2013). Feijó *et al.* (2016) explicam que a política de acumulação de reservas demanda o uso intenso de operações de esterilização pela autoridade monetária, por meio das operações compromissadas<sup>39</sup>, para evitar pressões inflacionárias na medida em que a entrada de capital externo supera as necessidades de financiamento da conta corrente. Em função dessa dinâmica ocorre o aumento da dívida pública, tendo em vista os altos custos financeiros relacionados à esterilização que colaboram para redução da capacidade orçamentária das economias periféricas.

Nesse sentido, a política fiscal é direcionada a contenção dos déficits ou a elevar os superávits, para sinalizar ao mercado a situação de solvência do setor público necessária para reprodução da dinâmica da dívida. Com efeito, os títulos públicos se transformam nos ativos mais atraentes ao capital estrangeiro e nacional, por oferecerem alta rentabilidade, baixo risco e liquidez (GENTIL, 2006). Já os regimes de financeirização nos países centrais apresentam características estruturais distintas, pois se desenvolvem através dos “ganhos com dividendos”, baseados no endividamento privado e na inflação dos ativos financeiros, associados à baixas taxas de juros (BECKER *et al.*, 2010; BRESSER-PEREIRA *et al.*, 2019; BRUNO & CAFFÉ, 2017).

Assim Becker *et al.* (2010, p. 229), vinculam a centralidade da dívida pública nos regimes periféricos ao *caráter extrovertido* da financeirização nessas economias, que denota a forte dependência de capital estrangeiro e a política de juros altos como contrapartida para compatibilizar a dinâmica doméstica<sup>40</sup>. Na mesma linha, Powell (2013) considera que a *financeirização subordinada* das economias periféricas se expressa na submissão das políticas monetárias domésticas aos imperativos do capital financeiro, já que estas economias são altamente sensíveis às oscilações na preferência de liquidez dos agentes internacionais.

---

<sup>39</sup> Sinteticamente, as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central consistem em operações de compra (ou venda) de títulos públicos com a garantia de recompra (ou revenda) destes mesmos títulos no curto prazo. Essas operações são utilizadas para enxugar o excesso de reservas bancárias das instituições financeiras, sendo extremamente funcionais para o cumprimento das metas inflacionárias definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Para uma análise profunda sobre a relevância das operações compromissadas na dinâmica da dívida pública brasileira ver Pellegrini (2017).

<sup>40</sup> Os autores propõem uma tipologia de análise dos regimes de acumulação baseada em três eixos: i) acumulação produtiva ou financeirizada, que concerne a centralidade dos fluxos de capital na dinâmica macroeconômica; ii) acumulação extensiva ou intensiva, que se refere a formas de organização da produção e dos ganhos de produtividade a ela associados; e iii) acumulação introvertida ou extrovertida, que diz respeito a orientação espacial do processo econômico. Na acumulação introvertida, o eixo de acumulação está centrado na esfera doméstica, enquanto na extrovertida tal eixo encontra-se assentado nas exportações comerciais e no sentido da canalização e/ou dependência dos fluxos de capital produtivo e monetário. Em linhas gerais, a financeirização das economias periféricas possui um perfil extrovertido marcado pela exportação de bens primários e pela dependência de importações comerciais em áreas-chaves e de fluxo de capital estrangeiro.

Becker *et al.* (2010, p. 230) chamam a atenção para as contradições inerentes ao modelo de financeirização por juros altos, que fragiliza a estabilidade fiscal-orçamentária dos Estados. Nesses modelos, o setor financeiro absorve uma expressiva parcela das receitas estatais, condição que reforça as restrições orçamentárias geradas pelos altos custos das despesas financeiras e torna a asfixia das bases fiscais do Estado um fenômeno permanente. Essa condição também é agravada pelo impacto negativo das altas taxas de juros sobre as atividades produtivas, que se converte na desaceleração do crescimento econômico e na subsequente retração das receitas públicas<sup>41</sup>.

Com efeito, a redução da capacidade fiscal fragiliza as condições de financiamento das políticas sociais, que são usualmente o alvo das medidas de ajuste vistas como necessárias ao equilíbrio orçamentário. Assim, como colateral da financeirização, a política fiscal – no que compete a esfera de alocação do gasto público – assume uma função acomodativa dos impactos da política monetária de juros elevados, sendo responsável por assegurar a reprodução da dinâmica da dívida, bem como as expectativas relacionadas a sua sustentabilidade de médio e longo prazo traçadas pelo mercado financeiro.

Karwowsky e Stockhammer (2017) acrescentam que as relações assimétricas entre as economias centrais e periféricas no circuito financeiro foram agravadas pelos processos de liberalização comercial e financeira, que seguiu trajetórias distintas nesses dois polos. Nas economias centrais, o desenvolvimento das finanças esteve associado aos movimentos internos de desregulamentação e liberalização, enquanto nas economias periféricas esse movimento ocorreu de forma “coercitiva”, sendo induzido pelas pressões internacionais pela liberalização dos seus mercados aos finais da década de 1980 (SOUZA, 2020). A liberalização foi associada pela teoria neoclássica como a condição necessária para mitigar a vulnerabilidade externa desses países, na medida em que permitiria canalizar o excesso de poupança do centro para periferia, fomentando o crescimento, a transferência de capacidades tecnológicas e a maior eficiência na alocação de capitais do mercado financeiro. Em outros termos, a liberalização foi vinculada como uma possibilidade de desenvolvimento dos países periféricos. Contudo, a difusão das políticas neoliberais e o processo de abertura econômica da década de 1990 aprofundou as fragilidades estruturais desses países, provocando elevados déficits em conta corrente,

---

<sup>41</sup>. Além disso, os autores também destacam que o modelo de financeirização por juros costuma estar associado à cenários de forte desigualdade de renda, uma vez que, os títulos da dívida estatal estão concentrados em uma pequena elite financeira (BECKER *et al.*, 2010).

pressões inflacionárias, crise fiscal e queda das taxas de crescimento (FEIJÓ *et al.*, 2016; BRUNO & CAFFÉ, 2017).

Nesse sentido, Karwowsky e Stockhammer (2017) apontam que a financeirização das economias periféricas possui um caráter “*externally driven*”, que é impulsionado externamente e se desenvolve em torno das necessidades de compatibilização da macroestrutura doméstica às restrições de ordem externa, resultantes de sua integração subordinada na globalização financeira. No entanto, os autores alertam que a financeirização periférica não se resume a um processo inteiramente delimitado por variáveis externas, visto que as particularidades das conjunturas política, econômica e social também condicionam as características institucionais destes regimes, refletindo sua dimensão “*country-specific*”.

No que diz respeito ao caso brasileiro, Lavinias *et al.* (2017, p.10) argumentam que o início do processo de financeirização macroeconômica remonta aos finais da década de 1970, ainda que o sistema financeiro nacional tivesse bases consideradas incipientes. Segundo os autores, o esgotamento das condições que possibilitaram os anos de crescimento acelerado do “milagre brasileiro” (1967-1973) levou à criação de mecanismos de correção monetária, que permitiram que a acumulação financeira se desenvolvesse pela via dos ganhos inflacionários.

As evidências empíricas do processo de financeirização no Brasil podem ser visualizadas pelos indicadores macroeconômicos apresentados pela literatura pertinente, que permitem a mensuração desse fenômeno na escala nacional (BRUNO *et al.*, 2009; BRUNO, 2011; BRUNO & CAFFÉ, 2015, 2014; LAVINAS *et al.*, 2017; BRESSER-PEREIRA *et al.*, 2019; BRUNO, 2021).

A partir da análise da interação entre a taxa macroeconômica de financeirização ( $f$ ) – calculada pela razão entre o estoque de ativos financeiros não-monetários ( $AF$ )<sup>42</sup> e o estoque de capital fixo produtivo ( $K$ ) –, e a taxa de acumulação de capital fixo ( $g$ ) – expressa pela razão entre o fluxo de investimento ( $dK$ ) e o estoque de capital fixo produtivo ( $K$ ) –, os trabalhos de Bruno e Caffé (2015), Lavinias *et al.* (2017), Bresser *et al.* (2019), Bruno (2021) e Gentil e Bruno (2022), estabelecem uma periodização do processo de financeirização da economia brasileira em três etapas (Gráfico 1).

---

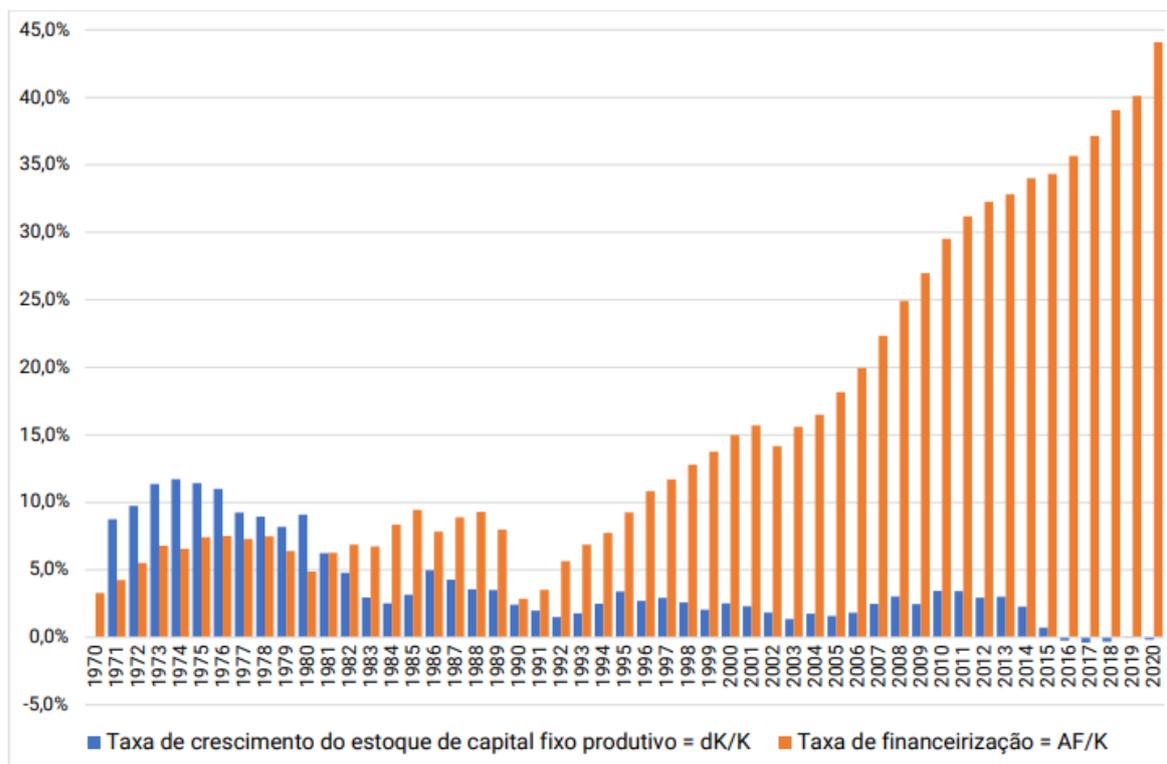
<sup>42</sup> O estoque de ativos financeiros considera “os títulos privados, títulos públicos e aplicações em aplicações em poupança e demais ativos financeiros em poder dos agentes econômicos, incluindo os que funcionam como quase-moeda ou como moeda financeira, dada a sua alta liquidez e rentabilidade real” (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p.16).

Conforme os dados apresentados, no período de 1970-1980 as taxas de acumulação de capital fixo produtivo ainda eram superiores ao crescimento da taxa de financeirização. Essa constatação expressa o fato de que ainda não existiam as condições institucionais que possibilitassem a vigência da financeirização àquela época, que como fenômeno estrutural pressupõe um ambiente macroeconômico em que as alocações financeiras são mais atrativas e, portanto, superiores ao volume das alocações produtivas. Nesse sentido, é que a evolução dessas duas variáveis não permite caracterizar a financeirização nesse período no Brasil, apesar de delimitar a gênese desse processo pela generalização dos dispositivos de correção monetária e indexação de preços e salários (LAVINAS *et al.*, 2017; BRUNO & CAFFÉ 2015).

Nessa ótica, somente a partir da década de 1980 é que a conjuntura financeirizada se concretiza, com a taxa de financeirização crescendo acima da taxa de acumulação sob o regime de “financeirização pelos ganhos inflacionários”, que foi reproduzido pela inflação inercial com base na moeda indexada e associado à baixas taxas de juros (BRUNO, 2021). A coexistência da moeda oficial e da moeda lastreada por títulos públicos conferia o caráter dual do regime monetário-financeiro. Ainda de acordo com Lavinas *et al.* (2017, p.10), o principal eixo da acumulação rentista-inflacionária foi derivado da rolagem da dívida pública, no movimento que se tornaria conhecido por “ciranda financeira” (*overnight*). Esse foi o padrão de acumulação vigente entre os anos de 1981 e 1994, sintetizando o segundo período desse processo.

Já a partir de 1995, após a estabilização monetária feita pelo Plano Real, observa-se um descolamento severo entre as duas séries, diante do crescimento exponencial da taxa de financeirização e da estagnação dos ativos fixos produtivos. Após a função reserva de valor da moeda nacional ser recuperada, inicia-se o terceiro e atual período de financeirização da economia brasileira, que demarca a transição da acumulação pela “hiperinflação” para via do “hiperjuros” (BRUNO & GENTIL, 2022). Bruno (2021, p.17) destaca que somente no ano de 2019, o estoque de ativos financeiros atinge o expressivo crescimento de 40% em relação à formação bruta de capital fixo, o que demonstra que a financeirização se torna explícita e ampliada com a crescente substituição dos investimentos por ativos financeiros, que corresponde a característica principal desse fenômeno.

**GRÁFICO 1 – Evolução da taxa de financeirização e da taxa de acumulação de capital fixo no Brasil (1970-2020)**



Fonte: Bruno (2021). Dados: BCB e IPEA-DATA.

Para representar o fenômeno no Brasil, Bresser-Pereira, De Paula e Bruno (2019) utilizam a construção do índice de financeirização ( $y$ ), que consiste na divisão da taxa de financeirização ( $f$ ) pela taxa de acumulação de capital produtivo ( $g$ ), como medida do grau de substituição dos investimentos produtivos pelos ativos financeiros de maior liquidez e rentabilidade real. Com efeito, quanto maior o índice de financeirização, maior serão as restrições a autonomia da política econômica, bem como os impactos negativos ao crescimento e à geração de empregos necessários ao desenvolvimento social.

Segundo os autores entre 1970-1980 o índice de financeirização da economia brasileira foi de 1,06, o que significa que para cada real imobilizado nas alocações produtivas, havia 1,06 real aplicado em ativos financeiros. Já sob o âmbito do regime de ganhos inflacionários (1981-1994), o índice médio foi de 2,04, indicando o início do movimento de substituição dos investimentos produtivos. Enquanto no regime atual de

ganho por juros (1995-2018), o índice alcançou o expressivo valor médio de 8,63 – isto é, para cada um real alocado em capital produtivo tem-se 8,63 reais aplicados no mercado financeiro – evidenciando a profunda desconexão entre as atividades financeiras e produtivas na economia brasileira.

**TABELA 1: Índice de financeirização sob a ótica dos períodos de evolução da economia brasileira**

Subperíodos	1970-1980	1981-1994	1995-2018
Índice de Financeirização (y) = f/g	1,06	2,04	8,63

Fonte: Bresser-Pereira, De Paula e Bruno (2019).

O crescimento exponencial das finanças no Brasil a partir dos anos 1990, pode ser justificado pelo entendimento de que a reprodução do processo de financeirização pressupõe uma macroestrutura institucional que estimule e generalize a lógica de valorização dos capitais pelos canais financeiros, em detrimento dos demais setores da economia (BRUNO & CAFFÉ, 2015). Nas palavras dos autores:

A financeirização é um fenômeno macroeconômico que tem suas expressões micro e setoriais particulares. Para que possa surgir e se desenvolver, são necessárias condições institucionais e organizacionais específicas, que lhes reproduzam macrodinamicamente. Em outros termos, a alternativa de revalorização direta dos capitais por meio da circulação financeira está sempre presente em toda a economia capitalista que possua uma base mínima de desenvolvimento bancário e financeiro (...) Entretanto, **quando essa alternativa é generalizada e aprofundada**, inclusive em mercados financeiros globais, os lucros não operacionais podem superar significativamente os lucros operacionais, o que torna as atividades industriais menos atrativas, exceto quando podem contar com estímulos governamentais ou financiamentos públicos que compensem os custos inerentes à imobilização (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 38. Grifos meus).

Desse modo, considera-se que o processo de financeirização no Brasil torna-se significativamente ampliado a partir das transformações institucionais geradas pela liberalização comercial e financeira “coercitiva”, pela instituição do Plano Real e pela adoção do tripé como regime de política econômica. Este último se constitui como componente central de validação da coerência macrodinâmica do regime de financeirização por juros elevados concentrado na dívida pública. A seção a seguir

abordará como o tripé eleva a dominância monetária à hierarquia da política econômica, engendrando regularidades orçamentárias cruciais para estabilidade do regime brasileiro.

### **2.3. O tripé macroeconômico e o conflito orçamentário da União**

A consolidação do regime de financeirização no Brasil, assim como em parte dos países da América Latina, pode ser compreendida à luz das crises fiscal e da dívida externa vivenciadas por esses países na chamada “década perdida” (1980). Essa conjuntura foi precursora das transformações institucionais dos anos 1990, alinhadas com as propostas do Consenso de Washington, que foram indutoras desse fenômeno no país.

O processo de reestruturação das economias latino-americanas foi balizado pela lógica neoliberal, em que a liberalização comercial e financeira foi vista como medida crucial para o controle da inflação, das contas externas e para a retomada do crescimento (BRUNO & CAFFÉ, 2017). No caso brasileiro, a liberalização “coercitiva” se insere no contexto de refinanciamento da dívida externa, como parte das condicionalidades impostas pelo FMI e pelo Banco Mundial para entrada do Brasil no Plano Brady (1988-1989).

Becker *et al.* (2010) destacam que a abertura da conta capital foi o grande marco da inserção das economias periféricas no circuito financeiro global, substituindo o antigo padrão “fordista periférico”<sup>43</sup> para uma acumulação baseada nas finanças. Conseqüentemente, a mudança na inserção externa exigiu uma reconfiguração da política macroeconômica, para conciliar a dinâmica de acumulação doméstica aos imperativos impostos pelas finanças globais (GENTIL, 2006). O modelo econômico que se seguiu foi inicialmente delineado pelo Plano Real, que garantiu a estabilidade monetária pelo mecanismo da âncora cambial, sintetizado pela adoção do regime de câmbio fixo com paridade no dólar-estadunidense, com taxas de juros reais elevadas para atrair capital externo e atenuar os impactos das desvalorizações cambiais sobre a inflação doméstica,

---

<sup>43</sup> Conforme Lipietz (1989), as economias periféricas não chegaram a consolidar plenamente o modelo de acumulação fordista, em razão da forte heterogeneidade social e econômica inerente à condição periférica. No caso brasileiro, as políticas do Estado fortaleceram a dimensão produtivista do fordismo com as técnicas tayloristas de produção, sem associá-la aos compromissos sociais distributivos em favor dos trabalhadores (BRUNO & CAFFÉ, 2017). Assim, o regime de crescimento do Estado desenvolvimentista (1950-1980) impulsionou elevadas taxas de lucros, mas não o consumo de massa, dado a ausência do nexo da relação salarial característico dos regimes fordistas clássicos. Essa seria uma das razões principais para o aumento da concentração de renda ao longo da experiência desenvolvimentista no país (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010). Por essa razão, o fordismo periférico é visto como um tipo de fordismo incompleto.

associadas à rigidez da política fiscal. Em outros termos, as diretrizes do Plano Real condicionaram a estabilização monetária à política de juros elevados e à apreciação cambial, combinação que produziu desequilíbrios expressivos no balanço de pagamentos e nas contas públicas.

De acordo com Gentil (2006), a apreciação da taxa de câmbio no contexto de abertura comercial, provocou a deterioração sistemática dos saldos da conta corrente do país, com a balança comercial apresentando déficits crescentes a partir de 1995. Assim, para viabilizar financeiramente a âncora cambial, a autoridade monetária engendrou um ciclo vicioso de aumento dos juros para atrair poupança externa em volume superior aos déficits da conta corrente, de forma a permitir não só a cobertura desses déficits, mas também o acúmulo de reservas internacionais, condição necessária para manutenção da taxa de câmbio fixada e, portanto, para estabilidade do real (GENTIL, 2006). A política monetária de juros altos associada ao cenário de grande liquidez internacional da década de 1990<sup>44</sup>, asseguraram a sobrevalorização cambial e a eficácia de estabilização do Plano.

No entanto, essa estratégia aprofundou a fragilidade externa da economia brasileira, implicando no risco crescente de financiar o déficit da conta corrente via superávit da conta capital, dado a natureza volátil dos fluxos de capitais para os países periféricos. Ao mesmo tempo, como parte dos desdobramentos do aumento da carga de juros, a âncora cambial impulsionou o aumento da dívida pública interna, o que acabou deteriorando tanto o resultado fiscal, com o crescimento do déficit primário, como o resultado nominal, com o déficit operacional sendo induzido pelo aumento das despesas financeiras (GENTIL, 2006; AVERBUGI & GIAMBIGI, 2000). Esse quadro ocasionou a perda de credibilidade do Brasil perante os agentes internacionais, fazendo com que o movimento de entrada de capitais se tornasse instável (ARESTIS *et al.*, 2009), devido aos riscos iminentes de insolvência e de desvalorização da taxa de câmbio. Consequentemente, a moeda brasileira ficou altamente vulnerável aos ataques especulativos, haja visto que as economias periféricas estão sujeitas à fuga para qualidade, especialmente, nas conjunturas de incerteza econômica.

---

<sup>44</sup> A estratégia de estabilização do Plano Real foi favorecida pela conjuntura de liquidez do mercado financeiro e pelo intenso fluxo de capitais aos países emergentes nos anos 1990, que permitiram a dinâmica de financiamento dos crescentes déficits na conta corrente. Em linhas gerais, essa foi a conjuntura vigente até a eclosão da crise cambial asiática em 1997, que ocasionou a reversão do ciclo de capitais (GENTIL, 2006).

As limitações dessa estratégia de política econômica foram aprofundadas pelas crises da Ásia (1997)<sup>45</sup> e da Rússia (1998), que resultaram na reversão do ciclo de liquidez internacional e na deflagração das crises monetárias-cambiais dos países da América Latina, bem como nos ataques especulativos ao real (1997-1998). De acordo com Arestis *et al.* (2009, p.9), as consequências dos ataques especulativos foram duas: por um lado, as reservas cambiais se contraíram, dificultando o financiamento do balanço de pagamentos; e por outro, o governo foi obrigado a elevar ainda mais a taxa de juros para induzir a entrada de capitais. Em 1998 a taxa Selic atingiu o patamar de 44% a.a., com o real ainda mantendo paridade um para um com o dólar, enquanto o déficit da conta corrente atingia mais de 4% do PIB (ARESTIS *et al.*, 2009; GENTIL, 2006). Neste cenário, os países latino-americanos foram compelidos a reverem a lógica das políticas de estabilização que, em linhas gerais, estavam amparadas por alguma forma de âncora cambial<sup>46</sup>, promotora de desequilíbrios fiscais e externos. No caso brasileiro, o governo promoveu uma tríplice mudança no regime econômico – contemplando as políticas cambial, monetária e fiscal –, como parte das condicionalidades do acordo com o FMI, assinado em 1998, de concessão de ajuda externa para fazer frente a crise cambial<sup>47</sup>.

O regime de câmbio fixo, âncora do Plano Real, foi substituído pelo regime de câmbio flutuante, tutelado por intervenções pontuais do Banco Central do Brasil (BCB) na venda de reservas e na oferta de títulos públicos indexados à taxa de câmbio, para reverter os déficits na conta corrente. Como consequência dessa alteração o câmbio se desvalorizou, produzindo um efeito *pass-through* para os preços domésticos, isto é, gerando pressões inflacionárias (OLIVEIRA & TUROLLA, 2003). Assim, o regime de metas de inflação, referenciadas pela evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), foi a alternativa proposta para assegurar a continuidade do processo de estabilização, sem que se submetesse o balanço de pagamentos a um quadro de desequilíbrios crônicos (ARESTIS *et al.*, 2009). Neste regime monetário, a taxa de juros Selic – mantida em patamares elevados, dado as características estruturais da economia brasileira –, tornou-se o principal instrumento da autoridade monetária para controle da inflação, evidenciando a substituição da âncora cambial pela âncora nominal no novo

---

<sup>45</sup> A crise cambial asiática envolveu a Tailândia, Indonésia, Filipinas, Malásia e Coréia (GENTIL, 2006).

<sup>46</sup> Segundo Arestis *et al.* (2009) as políticas de estabilização implementadas na América Latina estiveram baseadas em alguma forma de âncora nominal e, principalmente, cambial, nas reformas estruturais liberalizantes, bem como na liberalização das contas comercial e de capitais do balanço de pagamentos.

<sup>47</sup> De acordo com Gentil (2006), sob determinadas condicionalidades, o acordo com o FMI previa a concessão de U\$ 41,5 bilhões em empréstimo ao Brasil, envolvendo também o Banco Mundial (BIRD), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e os Tesouros dos países do G-10.

regime econômico. Já a política fiscal foi submetida a um rigoroso programa de ajuste, inicialmente voltado para a redução do déficit nominal e utilizando as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) como indicador de avaliação (AVERBUGI & GIAMBIAGI, 2000). Contudo, como o resultado nominal envolve uma parcela expressiva de despesas financeiras de difícil compressão no curto prazo, o ajuste requerido passou a se concentrar essencialmente no resultado primário, que congrega apenas as receitas e despesas não-financeiras, mediante a imposição de metas de superávit para sinalizar o comprometimento do governo com a redução do endividamento do setor público como proporção do PIB (GENTIL, 2006).

As novas diretrizes de política econômica – metas de inflação para controle dos preços, metas de superávit primário para a disciplina fiscal e câmbio flutuante para acomodar os choques externos –, sintetizavam, portanto, os compromissos de desempenho do Estado brasileiro no âmbito do acordo com o FMI e de suas revisões subsequentes (OLIVEIRA & TUROLLA, 2003). Posteriormente, esse modelo foi consolidado pela implementação do tripé macroeconômico em 1999, que sustenta o *modus operandi* da financeirização por juros da economia brasileira.

Por essa razão, entende-se o caráter *externally-driven* da financeirização da economia brasileira, por ter sido induzido “de fora para dentro” e estar associado às exigências do FMI e dos demais organismos financeiros internacionais, condição que pode ser visualizada tanto no processo de reestruturação da dívida externa da década de 1980, quanto no acordo de concessão de crédito de 1998, em meio à crise externa que acometia o país. Como dito anteriormente, a renegociação da dívida externa induziu a liberalização “coercitiva” das contas capital e comercial que, por sua vez, consolidou a integração subordinada da economia brasileira no circuito das finanças globais. Já o acordo de 1998, com suas contrapartidas, definiu o regime macroeconômico incorporado pelo país que, em que pese o debate sobre suas etapas de continuidade e flexibilização, permanece com suas características estruturais vigentes<sup>48</sup>.

Oreiro (2015) destaca que o regime do tripé é subsidiado pelos fundamentos teóricos neoclássicos, segundo os quais a estabilidade da inflação deve ser o objetivo primordial da política econômica. Com efeito, a dominância monetária é institucionalizada pelo Estado na gestão da política macroeconômica e, conseqüentemente, na política orçamentária, subordinando as políticas cambial e fiscal

---

<sup>48</sup> Para ver mais sobre os movimentos de continuidade e flexibilização do tripé, ver Oreiro (2015).

ao controle da inflação. É por essa ótica que o tripé se consolida como componente central de validação da coerência macrodinâmica do regime de financeirização brasileiro. Sua configuração é altamente favorável aos interesses de revalorização rentista-patrimonial, pois justifica a política de juros altos e a orientação austera da política fiscal, alinhando o orçamento público e, especificamente, a conformação dos gastos públicos às demandas do mercado financeiro. Nesse sentido, é que a dominância monetária operacionalizada pelo tripé evidencia a subordinação das finanças públicas à lógica de uma economia financeirizada, cujo principal eixo de acumulação encontra-se concentrado na dívida pública interna.

Tendo em vista a hipótese regulacionista sobre a hierarquia das formas institucionais, que suportam o modo de regulação de um determinado regime de acumulação e condicionam o formato da política econômica vigente (BOYER; 2009; BRUNO, 2005; BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010), pode-se considerar que a dominância monetária exercida pelo tripé está associada a emergência da FI de inserção internacional como hierarquicamente superior na macroestrutura brasileira. Ou seja, a dominância monetária como característica estruturante deste regime de política econômica torna-se, em última instância, resultado das transformações estruturais dos anos 1990 que viabilizaram o novo padrão de inserção internacional, articulado em torno da liberalização comercial e financeira, e da posição passiva que o Brasil ocupa no circuito das finanças globais.

Portanto, é a partir da FI de inserção internacional que a configuração doméstica se torna subordinada à lógica do mercado financeiro, evidenciando as restrições de autonomia do Estado brasileiro para a gestão das políticas macroeconômicas. Essa condição se manifesta, especificamente, em taxas de câmbio determinadas pela preferência de liquidez dos investidores internacionais, na busca permanente de superávits da política fiscal e no monitoramento das diretrizes de alocação do gasto público, e na imposição do objetivo de estabilidade inflacionária como hierarquicamente superior aos demais objetivos das intervenções públicas (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010).

Assim, em que pese a orientação pró-estabilidade dos preços, o tripé tem sido o instrumento central para intensificação da financeirização no Brasil. Nesse sentido, Bruno e Marques-Pereira (2010) argumentam que o sistema de metas de inflação permite legitimar tecnicamente os patamares elevados das taxas de juros em conformidade com as prerrogativas de valorização financeira, reforçando a preferência de liquidez dos

agentes em detrimento das alocações diretamente produtivas e tornando os títulos públicos altamente atrativos pelo diferencial de juros ofertados. Com isso, a política monetária restritiva cumpre dois objetivos mutuamente compatíveis no regime de acumulação brasileiro: “i) um objetivo declarado: o combate permanente à inflação; e ii) um objetivo velado: a garantia da alta rentabilidade real dos capitais alocados em ativos financeiros” (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010, p. 41)<sup>49</sup>.

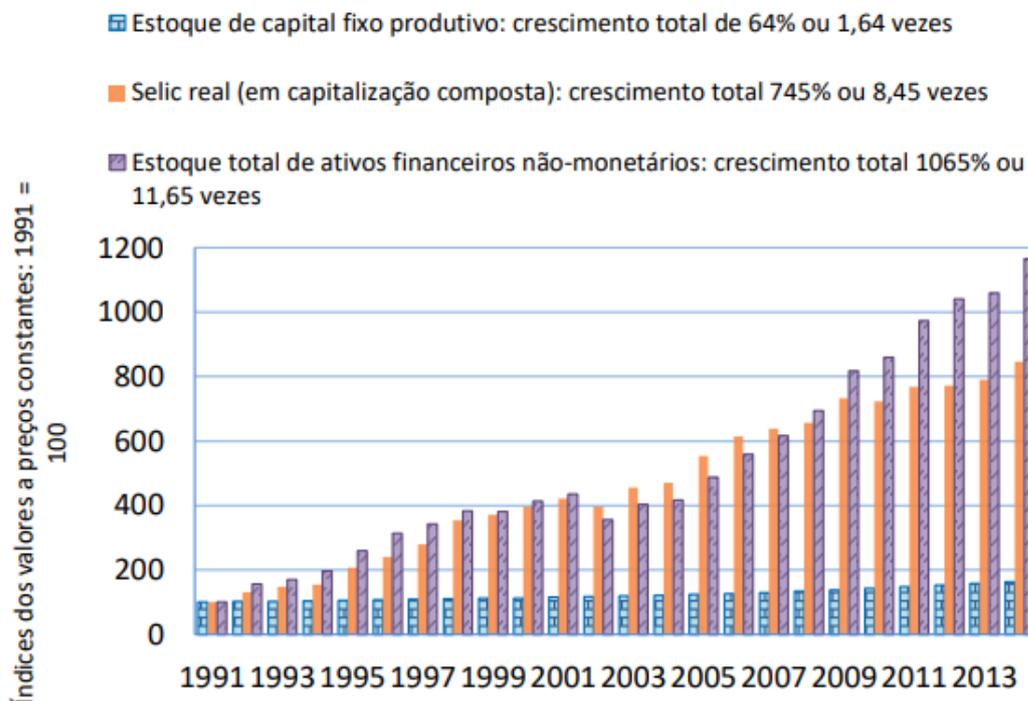
Os trabalhos recentes sobre o atual regime de financeirização no Brasil colaboram a esse argumento, aportando evidências empíricas da correlação positiva entre o crescimento dos ativos financeiros e a evolução da taxa Selic, principal indexador dos títulos públicos<sup>50</sup>, em contraponto a estagnação do estoque de capital fixo produtivo. Segundo Lavinias *et al.* (2017, p.15), entre 1991 e 2014, o estoque de ativos financeiros não-monetários apresentou um crescimento de 11,65, em valores reais, acompanhando o movimento de subida de 8,45 da taxa de juros da Selic. Enquanto o crescimento do estoque de capital fixo produtivo foi de apenas 1,65 vezes nesse mesmo período, conforme mostra o Gráfico 2.

---

<sup>49</sup> No que compete a política cambial, os autores argumentam que o regime de câmbio flutuante permite “aprofundar a liberalização financeira nos dois sentidos de entrada e saída de capitais, realimentando o circuito altamente lucrativo da alocação financeira em mercados globais” (BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010, p. 41).

<sup>50</sup> A taxa Selic remunera tanto os títulos públicos das operações compromissadas, que buscam ajustar a liquidez do mercado de reservas bancárias, quanto os títulos pós-fixados relacionados a rolagem da dívida pública (BRUNO & GENTIL, 2022).

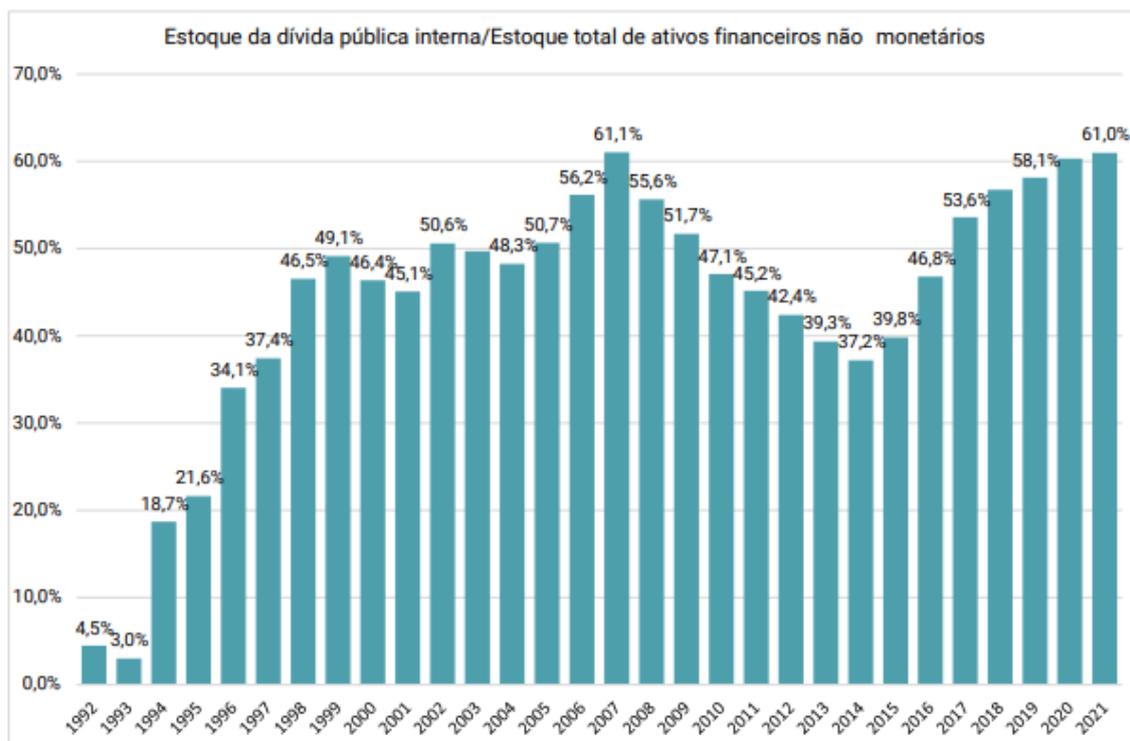
## GRÁFICO 2 – Acumulação financeira, acumulação produtiva e taxa Selic real (1991-2014)



Fonte: Lavinias *et al.* (2017). Dados: BCB e IBGE.

Na mesma linha, Bruno (2021) apresenta evidências da expressiva participação dos ativos da dívida pública na riqueza financeira total, reforçando o argumento de que a financeirização do Brasil é fortemente concentrada no endividamento público (Gráfico 3). Segundo o autor, o estoque da dívida pública interna ocupou em média 48,65% do estoque total de ativos não-monetário, no período de 1999 a 2021. Essa relação apresenta um crescimento acelerado a partir de 2015, mesmo em meio ao aprofundamento da conjuntura recessiva, com o estoque da dívida pública atingindo expressivos 61% da riqueza financeira total em 2021. Bruno e Gentil (2022, p.15) argumentam que nos cenários de incerteza “à preferência pela liquidez por parte dos agentes é levada ao paroxismo”, pois os títulos públicos consistem nos únicos ativos que asseguram simultaneamente liquidez, segurança e rentabilidade estável. Cabe destacar que a relevância da participação da dívida pública na riqueza financeira, sinaliza o grau de influência da alta finança sobre as políticas econômicas-orçamentárias do Estado, que sob os parâmetros brasileiros se mostra demasiadamente significativa.

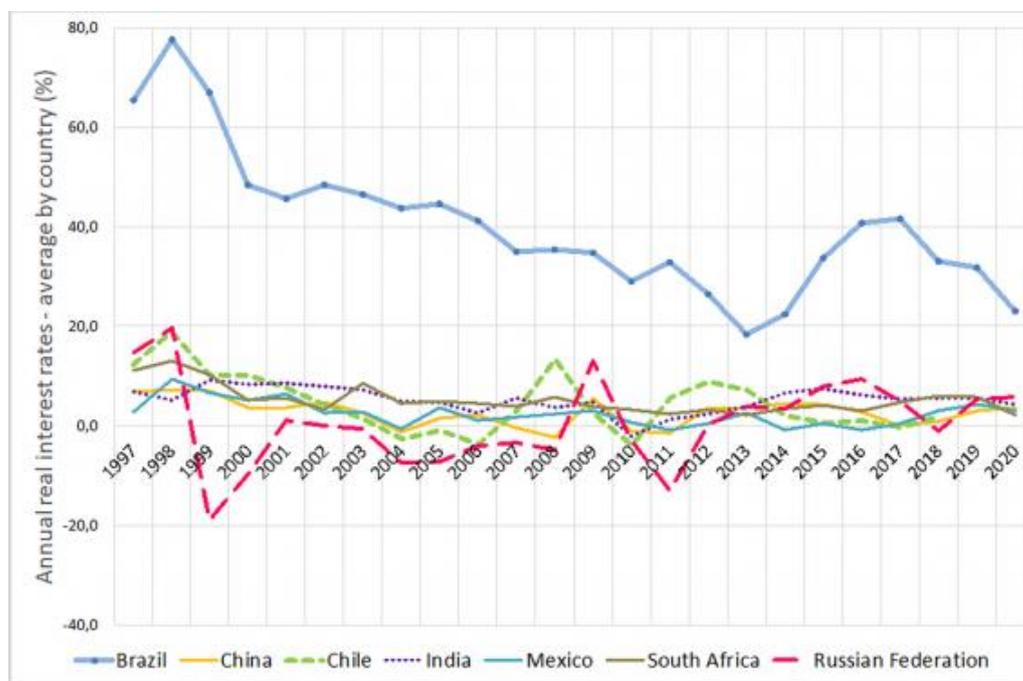
### GRÁFICO 3 – Participação do estoque da dívida pública interna no estoque de riqueza financeira no Brasil (1999-2021)



Fonte: Bruno (2021). Dados: BCB e IBGE.

Com relação ao nível dos juros reais, é amplamente documentado pela literatura que as taxas praticadas pela economia brasileira se mostram extremamente elevadas no comparativo internacional, inclusive em relação à outras economias periféricas, tais como as economias dos BRICS, México e Chile (Gráfico 4). Contudo, o debate sobre a solvência das contas públicas desconsidera a expressiva carga fiscal que os juros nos patamares praticados impõem ao serviço da dívida – decorrente da rolagem da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e das operações compromissadas –, como um fator que opera contra o equilíbrio orçamentário (MAGALHÃES *et al.*, 2022). Em sentido contrário, a política de ajuste fiscal como política de “gestão da dívida” permanece centrada nas despesas primárias, comprimindo ainda mais a capacidade fiscal do Estado.

**GRÁFICO 4 – Evolução das taxas de juros reais da economia brasileira, dos países dos BRICS, Chile e México (1997-2020)**



Fonte: Bruno e Gentil (2022). Dados: Banco Mundial e BCB.

Assim, a consolidação dessa macroeconomia voltada para estabilidade dos preços e para valorização financeira, evidencia o perfil da intervenção do Estado brasileiro “pró-mercado financeiro” na dinâmica de acumulação. Apesar do esvaziamento político-ideológico da intervenção pública para o desenvolvimento, preconizado pela teoria neoclássica que dá suporte ao tripé, o Estado segue como instituição ativa e fundamental nesse processo, assegurando as condições macro-institucionais necessárias à revalorização rentista dos capitais e, conseqüentemente, à progressão do regime brasileiro. Em outros termos, as regularidades viabilizadas pelo tripé consolidam um “tipo” de Estado que sustenta ganhos financeiros à níveis exorbitantes, sem associá-los aos objetivos desenvolvimentistas de fomento aos investimentos produtivos e ao crescimento econômico articulado ao pleno emprego. Assim, sob vigência da financeirização, o Estado se transforma em uma FI subordinada no modo de regulação brasileiro, assumindo um papel de coordenador da acumulação financeira-patrimonial (BRUNO & GENTIL, 2022).

Nesse sentido, pode-se considerar que o regime econômico estabelecido pelo tripé consolida a macroestrutura necessária para a reprodução do modelo de financeirização por juros no Brasil. Em termos regulacionistas, o tripé pode ser visualizado como o CI do Estado com o mercado financeiro, que gera as regularidades econômicas fundamentais para coerência do regime de acumulação, sendo estas: a manutenção da política monetária de juros altos, como instrumento permanente de controle inflacionário e de revalorização rentista dos capitais; e a restrição da margem de atuação da política fiscal, possibilitada pela imposição de regras para alocação dos gastos públicos que visam compensar o peso da carga de juros. Ou seja, trata-se de uma expressão institucional do poder político do capital financeiro que legitima esta configuração como potencialmente benéfica à macroeconomia do país, a despeito dos seus altos custos sociais implícitos tais como, a retração da taxa de investimento industrial, o baixo e instável crescimento econômico, a permanência de altos índices de desemprego e, o principal deles, a redução da capacidade fiscal-orçamentária do Estado, que deteriora a provisão de bens e serviços públicos e as condições de financiamento da Seguridade Social.

Nessa ótica, as regras fiscais, tal como a DRU, são interpretadas como uma extensão do CI demarcado pelo tripé à dinâmica orçamentária federal, isto é, são frutos do poder político derivado da dominância financeira, que caracteriza a hierarquia dos instrumentos de política econômica desse arranjo. Isso porque as normas disciplinadoras dos gastos públicos desconsideram os custos fiscais inerentes à política de juros altos, condicionando o equilíbrio orçamentário a contenção dos gastos sociais, uma vez que, não são estabelecidos limites para o pagamento dos gastos financeiros. Assim, pode-se dizer que em termos concretos, as regras fiscais viabilizam a transferência dos recursos públicos ao setor financeiro sob a forma de juros e amortizações da dívida, colaborando com a estabilidade do regime. Desse modo, a próxima seção abordará a DRU, apresentando seus aspectos normativos e sua funcionalidade à reprodução do regime financeiro no Brasil.

## 2.4. O papel da DRU

A DRU tem sido um instrumento fundamental no ajuste permanente das contas públicas condicionado pelo arranjo do tripé, que dá suporte ao regime de financeirização da economia brasileira. Como medida de fomento ao equilíbrio orçamentário, sua incidência possibilita a flexibilização das receitas constitucionalmente vinculadas do governo federal, permitindo que um percentual desses recursos seja alocado conforme a discricionariedade dos legisladores nas despesas que considerem prioritárias.

Contudo, em tempos da primazia dos interesses de revalorização rentista sobre as políticas econômicas do Estado, esse mecanismo tem colaborado à reprodução da dinâmica da dívida pública, viabilizando a transferência dos recursos públicos para efetivação dessas despesas e comprometendo o custeio das políticas da Seguridade (GENTIL, 2006; GENTIL & MARINGONI, 2008; BOSCHETTI & SALVADOR, 2006; SALVADOR, 2010; 2012; 2017; PINTO, 2019).

A DRU foi inicialmente instituída em 1994, pela Emenda Constitucional de Revisão nº 1/1994 no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), sob o âmbito do programa de estabilização econômica do Plano Real que culminou na criação do Fundo Social de Emergência (FSE). A medida foi criada como uma resolução provisória para o “saneamento das finanças públicas” (BRASIL, 1994) até que o ajuste estrutural do Estado, que permitissem a estabilização econômica de forma definitiva, fosse consolidado.

Conforme Dias (2011), tratava-se do início da estratégia governamental de ajuste das contas públicas, apoiada na liberação de parte das receitas vinculadas para supostamente promover o ajuste fiscal. Na mesma linha, Gentil (2006) argumenta que a incidência da desvinculação está associada ao novo papel destinado à política fiscal, de balizar as expectativas de rentabilidade dos capitais estrangeiros investidos nos títulos da dívida pública, sendo parte dos desdobramentos da inserção do país na globalização financeira. Assim, o objetivo declarado de driblar a rigidez orçamentária, decorrente da vinculação de receitas com as políticas sociais, sinalizava o comprometimento do Estado com a solvência do setor público, isto é, com a formação do superávit primário e com o cumprimento das despesas financeiras. Por essa ótica, pode-se dizer que na macrodinâmica do Estado brasileiro, o mecanismo de desvinculação de receitas se constitui historicamente como uma extensão da função subsidiária desempenhada pela

política fiscal, minimizando os impactos orçamentários gerados pelas altas taxas de juros da política monetária restritiva.

Apesar de ser instituída como dispositivo transitório, a desvinculação foi sucessivamente prorrogada – até momento por meio de sete emendas ao ADCT –, perpassando por mudanças de nomenclatura e algumas alterações normativas, somando-se quase 30 anos de incidência sobre as receitas da União. O Quadro 1, disposto abaixo, sumariza as Emendas Constitucionais relacionadas a este mecanismo e os seus respectivos períodos de vigência.

**QUADRO 1 – Disposição normativa da Desvinculação de Recursos da União (DRU) – período de 1994 a 2023.**

<b>Nomenclatura</b>	<b>Emenda Constitucional</b>	<b>Período de vigência</b>
<b>Fundo Social de Emergência (FSE)</b>	Emenda Constitucional de Revisão nº 01/1994	1994 a 1995
<b>Fundo de Estabilização Fiscal (FEF)</b>	Emenda Constitucional nº 10/1996	1996 e 1997/1
	Emenda Constitucional nº 17/1997	1997/2 a 1999
<b>Desvinculação de Receitas da União (DRU)</b>	Emenda Constitucional nº 27/2000	2000 a 2003
	Emenda Constitucional nº 42/2003	2003 a 2007
	Emenda Constitucional nº 56/2007	2008 a 2011
	Emenda Constitucional nº 68/2011	2011a 2015
	Emenda Constitucional nº 93/2016	2016 a 2023

Fonte: Elaboração própria. Dados: Senado Federal.

Desse modo, a partir da normativa que instituiu o FSE, tornou-se obrigatório a desvinculação de 20% do produto de arrecadação da União, para os exercícios fiscais de 1994 a 1995, destinada à composição do Fundo para custear ações nas áreas de saúde, educação, benefícios previdenciários, auxílios beneficiais de prestação continuada e aos demais programas relevantes do interesse econômico e social (BRASIL, 1994). Sinteticamente, estas eram as bases de incidência da desvinculação:

- a. O produto da arrecadação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza retido na fonte sobre pagamentos efetuados pela União, inclusive por suas autarquias e fundações;

- b. A parcela do produto de arrecadação do imposto sobre a propriedade territorial rural (IPTR), sobre a renda e proventos de qualquer natureza sobre as operações financeiras – conforme a legislação vigente à época;
- c. A parcela do produto da arrecadação resultante da contribuição social sobre o lucro das instituições financeiras;
- d. 20% das receitas de todos os impostos e contribuições da União, para além das fontes anteriormente descritas;
- e. A parcela da contribuição para o Programa de Integração Social (PIS) devida pelas instituições financeiras;
- f. Outras receitas específicas na legislação.

Contudo, como aponta Pinto (2008, p. 513) as funções sociais previstas pelo Fundo não foram concretizadas, já que esses recursos passaram a ser utilizados para “senão equilibrar, ao menos atenuar o déficit das finanças públicas federais”, ao viabilizar um maior grau de flexibilidade aos gestores na alocação do gasto público. Nesse sentido, a renovação do dispositivo feita pela EC nº 10/1996 para os exercícios fiscais de 1996 a 1997, alterou sua nomenclatura para Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), evidenciando sua real funcionalidade para as finanças públicas, apesar de não ocasionar grandes alterações na sua operacionalização (TOBALDINI & SUGUIHIRO, 2011). Posteriormente, sob o âmbito da EC nº 17/1997, a vigência do FEF foi prorrogada para os anos de 1997 a 1999<sup>51</sup>.

Encerrada a vigência do FEF, a EC nº 27/2000 não criou outro Fundo, mas consolidou a ideia de desvinculação com a criação da DRU, que apesar de suas prorrogações subsequentes, manteve o percentual de desvinculação de 20% das receitas de impostos e contribuições sociais do governo federal até 2015. Ao longo desse período, dentre suas alterações mais relevantes destacam-se: a inclusão das receitas provenientes das contribuições de intervenção no domínio econômico (CIDE) feita pela EC nº 42/2003; a retirada de sua base de cálculo dos recursos da educação para manutenção e desenvolvimento do ensino instituída pela EC nº 59/2009<sup>52</sup>; e a exclusão das

---

<sup>51</sup> Tobaldini & Suguihiro (2011) ressaltam que entre a vigência do FSE e do FEF, não houve mudanças normativas significativas para a desvinculação de receitas da União. Os autores destacam que uma única alteração foi pela EC nº 17/1997, com o estabelecimento de uma medida de compensação aos municípios pelas perdas do imposto de propriedade territorial rural, por força do art. 158 II da Constituição.

<sup>52</sup> A EC nº 59/2009 acrescentou ao §3º ao art. 76 do ADCT, pilar normativo da incidência da DRU, a exclusão gradativa dos recursos destinados a manutenção do ensino, que tratam do art. 112 da CF88, de

contribuições previdenciárias do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e do Regime Próprio de Previdência dos Servidores Públicos Federais (RPPS), vigente desde os anos 2000 por forças dos dispositivos contidos nas leis de diretrizes orçamentárias (ANFIP, 2019).

As alterações mais significativas desse mecanismo foram feitas pela EC nº 93/2016, que aumenta seu percentual de desvinculação de 20% para 30% e, inclusive, o período de sua vigência, prorrogando o ciclo de quatro exercícios fiscais, estipulado pelas normativas anteriores, para a validade de oito exercícios. Outra alteração importante foi a extensão da DRU aos demais entes federativos, autorizando estados e municípios a utilizarem este artifício fiscal, antes de competência exclusiva da União, conforme dispostos pelos Artigos 76-a e 76-b. Outra novidade implementada, é que as taxas federais também passaram a ser desvinculadas. O Quadro 2 esquematiza a atual base de cálculo de incidência da DRU.

**QUADRO 2 – Base de cálculo da DRU pela EC nº 93/2016**

<b>Receitas</b>	<b>Quantitativo de incidência da DRU (%)</b>
<b>Receitas de impostos (A)</b>	30 % sobre a receita dos impostos
<b>Receitas de contribuições sociais (B)</b>	30% sobre as receitas das contribuições sociais
(-) Multas, juros e recebimentos da dívida ativa da União	
(-) Contribuições previdenciárias do RGPS	
(-) Contribuições para o salário-educação	
(-) Parcela da CPMF para o Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza	
(-) Contribuições previdenciárias do RPPS	
= Receitas líquidas das contribuições sociais	
<b>Receitas da CIDE(C)</b>	30% sobre as receitas da CIDE
<b>Total das Receitas Desvinculadas = (A + B + C)</b>	

Fonte: Elaboração própria. Dados: Brasil (2016).

Segundo dados do Senado Federal (BRASIL, 2015), a principal fonte de incidência da DRU são as contribuições sociais, que respondem por cerca de 90% do montante desvinculado. Esse mecanismo cria uma nova natureza tributária para as

20% para 12,5% em 2009, para 5% em 2010, para a partir do ano 2011 sua incidência ser nula (BRASIL, 2009). Tal situação foi mantida pelas normativas subsequentes, EC nº 68/2011 e EC nº 93/2016.

contribuições sociais (TOBALDINI & SUGUIHIRO, 2011), viabilizando a desvinculação das fontes de receitas criadas constitucionalmente para o financiamento das políticas da Seguridade Social, reduzindo a capacidade orçamentária para o seu custeio. Nesse sentido, pode-se dizer que a DRU tem cumprido historicamente “um papel de perversa alquimia de transformar os recursos destinados ao financiamento da Seguridade Social em recursos fiscais para a composição do superávit primário e, por consequência, os utiliza para pagar os juros da dívida” (SALVADOR, 2017, p.429).

Em outros termos, a DRU opera moderando o conflito distributivo do orçamento da União pelo efeito *crowding out* dos recursos públicos, isto é, pela transferência de recursos do OSS para aliviar as restrições fiscais gerados pela política monetária de juros elevados. Por essa razão é que a Seguridade Social, apesar de ter sólidas bases de financiamento, segue em um quadro crônico de subfinanciamento. A partir desse pano de fundo, o próximo capítulo apresenta os aspectos normativos do Sistema de Seguridade e do seu orçamento exclusivo. O objetivo é compreender como estes preceitos constitucionais são deturpados pela ação da DRU, evidenciando seus impactos sobre o OSS e sua relação de complementariedade com a política fiscal ao longo do período analisado.

## CAPÍTULO 3 – UMA ANÁLISE DO ORÇAMENTO DA SEGURIDADE SOCIAL

### 3.1 - Introdução

O Sistema de Seguridade Social vigente no Brasil foi promulgado pela Constituição Federal de 1988 (CF88), que representa o grande marco jurídico-político do Estado de Bem-Estar Social (EBES) do país, nos marcos do processo de restauração da democracia após duas décadas de regime autoritário. Inspirada nos regimes de bem-estar dos países desenvolvidos, especialmente na experiência da socialdemocracia europeia do pós-Segunda Guerra Mundial (1945-1975), a Carta Magna estruturou políticas em torno dos princípios da universalidade, em detrimento da focalização exclusiva, da seguridade social, em contraponto ao seguro, adotando como pano de fundo a compreensão da questão social como uma questão de direito de cidadania, desvinculando-a das lógicas da caridade e do assistencialismo (FAGNANI *et al.*, 2018; FAGNANI, 2017; KERSTENETZKY, 2012; LAVINAS, 2013; VIANNA, 2008). Ficava evidente, portanto, a conformação de um novo pacto social com mudanças substanciais na relação Estado-Economia, diante do aumento da responsabilidade atribuída ao poder público para conduzir um novo projeto de desenvolvimento alicerçado na garantia dos direitos sociais.

A Seguridade Social foi então definida pelo Artigo 194 como “um conjunto integrado de ações de iniciativa dos poderes públicos e da sociedade, destinadas a assegurar os direitos relativos à saúde, à previdência e à assistência social” (BRASIL, 1988). Esse sistema foi devidamente materializado pela instituição do Orçamento da Seguridade Social (OSS), dotado de recursos exclusivos, com amplas e diversificadas fontes para o financiamento de suas políticas, que passava a integrar de forma obrigatória a Lei Orçamentária Anual (LOA) dos três níveis de governo<sup>53</sup>. Nesse sentido, implícito aos novos preceitos constitucionais, estava a tentativa de balancear a natureza da intervenção do Estado brasileiro no processo de acumulação capitalista, até então caracterizada pela “perversa tradição fiscalista de insuficiência de recursos para as políticas sociais” (SALVADOR, 2017, p. 430).

Contudo, o impulso das reformas progressistas perdeu fôlego rapidamente, pois ainda nos anos 1990 a seguridade passava a entrar em conflito com a perspectiva

---

<sup>53</sup> Por definição do Artigo 165 da Constituição Federal, integram a LOA dos três níveis de governo o Orçamento Fiscal, o Orçamento de Investimento das Empresas Estatais e Orçamento da Seguridade Social.

neoliberal que se tonava dominante no Brasil, como parte dos desdobramentos da emergência da financeirização como novo padrão de acumulação capitalista. Como visto, a inserção brasileira no circuito das finanças globais promoveu alterações na política econômica doméstica – iniciadas pelas estratégias do Plano Real e que permanecem, em linhas gerais, na conformação do tripé –, delimitando uma política fiscal passiva, que se encontra subordinada à política monetária e ao seu objetivo de estabilização dos preços, mecanismo indiretamente promotor da valorização patrimonial-financeira (GENTIL, 2006; BRUNO & MARQUES-PEREIRA, 2010; BRUNO, 2021). Assim, no regime econômico consolidado pelo tripé, a política fiscal é voltada, quase que exclusivamente, para gestão da sustentabilidade da dívida pública. É por essa ótica que a política fiscal passa a viabilizar as regularidades orçamentárias necessárias à estabilidade do regime de política econômica, ao passo que, os recursos do OSS se tornam funcionais à este objetivo, colaborando ao alcance das metas primárias e, por consequência, com a progressão do regime financeiro acoplado no endividamento público.

Dessa forma, este capítulo apresenta o desvio sistemático dos recursos da Seguridade Social feito pela DRU, que figura como uma das principais regularidades da dinâmica orçamentária brasileira, tendo em vista o longo período de sua incidência e (como veremos) o expressivo quantitativo dos recursos desviados. Para tanto, para além desta introdução, este capítulo está estruturado em mais quatro seções. A segunda seção traça brevemente uma reconstrução histórica do paradigma do EBES, contemplando sua gênese na Europa e a ampliação da lógica restrita do “Seguro Social” ao modelo inclusivo da “Seguridade Social”. Essa construção torna-se necessária para contextualizar a consolidação desse sistema no Brasil pela CF88 que ocorre, paradoxalmente, à ascensão do neoliberalismo como paradigma econômico dominante na conjuntura doméstica e internacional, momento em que a credibilidade da intervenção pública e do EBES são severamente questionadas. Nesse sentido, essa referência será direcionada à compressão do contexto que limitou a conversão do texto constitucional da Seguridade na prática concreta do Estado<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> É necessário destacar que foge ao escopo deste trabalho discutir os pormenores da evolução do paradigma do EBES e da formação desse sistema no Brasil. Como dito, essa referência será utilizada apenas para subsidiar a reflexão de que a Seguridade foi implementada no Brasil quando este paradigma já estava na contramão do movimento do capitalismo (GENTIL, 2006).

A terceira seção aborda os princípios constitucionais que regem o sistema de Seguridade e seu orçamento, apresentando suas fontes de financiamento e suas bases de incidência. A quarta seção aborda o conflito orçamentário desencadeado pelo modelo de financeirização por juros e pelo tripé macroeconômico que lhe dá suporte, entre as despesas financeiras e as despesas da Seguridade Social, apresentando dados da execução orçamentária da União para o período de 1999 a 2019. Os dados da evolução do OSS também serão aportados, evidenciando os impactos da incidência da DRU sobre sua situação financeira. A quarta seção apresenta os diferenciais de resultado do OSS entre os cálculos apresentados pelo Governo Federal e pela metodologia estritamente constitucional adotada pela ANFIP (2019), corroborada pela literatura pertinente (GENTIL, 2006; FAGNANI, 2017; FAGNANI & VAZ, 2013), que desconsidera as despesas do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) como parte das despesas da Seguridade, com vistas a comparar o real impacto da incidência da DRU sobre seu resultado agregado.

### **3.2 – A Seguridade como paradigma de proteção social: uma breve reconstrução histórica**

O Estado de Bem-Estar Social, com suas diferentes conformações históricas, deve ser compreendido à luz do movimento de acumulação capitalista e dos seus desdobramentos sobre as estruturas político-econômicas vigentes. É com base nessa dinâmica que as relações entre o Estado e a economia são frequentemente reconfiguradas impactando o orçamento público, com seu padrão de receitas e despesas, atingindo por efeito os aparatos de proteção social. Evidentemente, diferentes arranjos institucionais e modalidades da intervenção pública, produzirão distintos resultados em termos do financiamento das condições de reprodução econômica e social.

Nesse sentido, o exame da drenagem dos recursos do OSS como um corolário do modelo de financeirização por juros, não pode ser feito sem um breve resgate histórico do momento da consolidação do EBES no país pela CF88. Essa construção torna-se necessária para compreender a gênese do tensionamento entre a política social e as prioridades macroeconômicas na alocação dos recursos públicos, delimitado em função das características da acumulação.

Kerstenetzky (2011, p.4) define o EBES como “um conjunto de políticas e instituições que expressam o reconhecimento da responsabilidade pública sobre o bem-estar social, isto é, de todos”, a partir do entendimento de que este não pode ser garantido pelas instituições de uma economia de mercado em seu livre funcionamento. Nesse sentido, o EBES seria um fenômeno inerente ao desenvolvimento do capitalismo, caracterizando-se como um Estado que atua deliberadamente para mediar as interações entre o mercado e a sociedade, ou seja, para amenizar os efeitos potencialmente destrutivos da modernização econômica para o tecido social, de forma a assegurar a estabilidade necessária para continuidade do processo de acumulação.

Na mesma linha, Gentil (2006) afirma que a consolidação do EBES implicou em mudanças significativas na relação Estado-economia, configurando um novo pacto social estruturado em torno da responsabilidade pública de assegurar padrões de vida mínimos à população nas economias de mercado. O Estado passou a promover tipos mínimos de renda, através da concessão de benefícios – como os seguros contra doença, velhice, invalidez, acidentes de trabalho, morte e desemprego –, associados a provisão dos demais serviços públicos, que passam a ser vinculados como direitos de cidadania e não mais como práticas assistencialistas ou de caridade. A responsabilidade atribuída ao Estado de provisão de bem-estar coletivo para balancear a dinâmica das forças de mercado é, nesse sentido, o ponto que diferencia a conformação do EBES com a implementação das políticas pré-EBES, relacionadas a mitigação da pobreza, *strictu-senso* (CASTELLANO, 2016).

De acordo com Kerstenetzky (2011), a responsabilização pública pelo bem-estar pode ser visualizada em quatro elementos básicos. Primeiro, na concepção de uma “Seguridade Social”, mecanismo público de proteção à variabilidade dos riscos sociais presentes no processo capitalista. Tais riscos seriam derivados tanto das flutuações dos ciclos econômicos, com seus efeitos sobre os níveis de emprego e renda, quanto do próprio ciclo da vida que acarretam a perda de capacidade laboral, momentânea ou permanente, dos indivíduos. Em segundo ponto, pela materialização desse ideário intervencionista em um orçamento público social, legalmente definido e cujo montante represente uma parcela acima de 3% do produto nacional. Em terceiro, pela extensão universal da cidadania política, que passa a ser concebida como pré-condição de acesso aos benefícios sociais, e não mais como direito retirado dos beneficiários em contrapartida

desse acesso<sup>55</sup>. Por fim, pela inclusão dos direitos sociais à noção de cidadania, que assume o caráter de “cidadania social”<sup>56</sup> Marshalliana, como um componente subjacente ao EBES.

Os sistemas de proteção social são contemporâneos do moderno capitalismo industrial (GENTIL, 2006, p.81). Sua emergência e evolução ao longo do século XX se constituem como uma contrapartida da expansão do processo produtivo, na medida em que os riscos sociais e os conflitos entre o capital e o trabalho gerados por esse processo se generalizavam, demandando mecanismos de regulação estatal. Em outros termos, a proteção social se desenvolve pelos efeitos negativos do avanço da produção capitalista, intermediando os conflitos distributivos e socializando os custos da reprodução da força de trabalho (GENTI, 2006; ESPING-ANDERSEN, 1991).

Segundo Fagnani *et al.* (2018), as primeiras medidas de proteção social foram implementadas na Alemanha em 1880, sob o comando do primeiro-ministro Otton Von Bismarck (1862-1890), com a instituição do seguro social compulsório que figura como o primeiro sistema de previdência social da história contemporânea. O modelo Bismarkiano abrangia todos os trabalhadores industriais e do comércio, adotando um esquema tripartite de financiamento com contribuições provenientes do Estado, dos capitalistas e dos trabalhadores<sup>57</sup>, colocando o Estado como responsável por sua gestão. Kerstenetzky (2011) destaca o caráter autoritário, conservador e corporativo dos seguros, na medida em que o acesso aos benefícios se baseava no status ocupacional dos indivíduos. Segundo a autora, até a eclosão da Primeira Guerra Mundial, quase todos os países da Europa Central haviam implementado programas de seguro semelhantes.

A segunda etapa de desenvolvimento do EBES denota o período de 1930 a 1945, quando esses sistemas foram expandidos e utilizados como instrumentos de política econômica para mitigar os impactos da Crise de 1929, contendo a crise social e

---

<sup>55</sup> Kerstenetzky (2011) acrescenta que as políticas pré-EBES de mitigação de pobreza, se caracterizavam como políticas de manutenção da ordem pública, não tendo como propósito a garantia do bem-estar, retirando dos seus benefícios os direitos de cidadania política, como contrapartida.

<sup>56</sup> Em resumo, integram a concepção de cidadania social proposta por Marshall (1967 *apud* KERSTENETSKY, 2011): i) os direitos civis, que igualam os indivíduos pela possibilidade legal de terem liberdades comuns; ii) os direitos políticos, que garantem igualdade de participação no processo eleitoral; e iii) os direitos sociais, como garantia de igualdade de proteção social entre os cidadãos, dado os riscos e incertezas que permeiam a dinâmica das economias de mercado.

<sup>57</sup> Adicionalmente, Castro *et al.* (2018) também destacam que além do sistema de seguros, também foram implementadas diversas ações de proteção aos trabalhadores, tais como cobertura para acidentes de trabalho, doenças, invalidez, maternidade e seguro-desemprego.

estimulando o pleno emprego. Essa expansão foi fortemente impulsionada pelos programas sociais incluídos no *New Deal*, nos Estados Unidos, e pelo *Compromisso Histórico* sueco, sob o âmbito da ampla aliança política firmada entre o capital e trabalho. (FAGNANI *et al.*, 2018; KERSTENETZKY, 2011).

O terceiro período se refere ao pós-Segunda Guerra Mundial, que demarca os “anos dourados” do capitalismo fordista (1945-1975), momento em que as políticas econômicas keynesianas associadas às instituições de bem-estar social foram consolidadas, de fato, como poderosos instrumentos de desenvolvimento e de suavização das disfunções inerentes às economias de mercado (FAGNANI *et al.*, 2018, p.29). Kerstenetzky (2011) acrescenta que esse período demarca tanto o aprofundamento vertical, relacionado à cobertura, ao tamanho dos benefícios e ao envolvimento público, quanto a expansão horizontal dos programas e políticas sociais que alcançaram um maior patamar do gasto público em relação ao PIB, atingindo cerca de 25% na média dos países da OCDE. Cabe destacar que a expansão do EBES nos anos dourados foi beneficiada pelas elevadas taxas de crescimento econômico e baixas taxas de desemprego, bem como pelos baixos índices de inflação verificados nesse período.

Fagnani *et al.* (2018) destacam que o processo de expansão do EBES está diretamente relacionado a superação da lógica do “Seguro Social”, cujo acesso ao sistema era restrito aos trabalhadores regulamentados e o benefício definido em termos da equivalência contributiva, pelo modelo inclusivo da “Seguridade Social”, criado a partir do *Relatório de Beveridge* (1942)<sup>58</sup>, que estende a proteção social à todos os membros da sociedade, mesmo àqueles sem capacidade contributiva, vinculando-a como direito de cidadania. Em termos práticos, enquanto o seguro diz respeito a um contrato individual que estabelece um direito pessoal ao contribuinte de um benefício futuro, definido em proporção da sua contribuição no presente, a concepção de seguridade é estruturada em torno de um contrato social, no qual o direito aos benefícios são um direito de cidadania, rompendo com as restrições do princípio da equivalência contributiva. Nesse sentido, é que enquanto o seguro é individual e seletivo, a seguridade assume uma natureza pública e universal (GENTIL, 2006, p. 78).

---

<sup>58</sup> A partir dos programas implementados na Inglaterra, o Relatório de Beveridge estabeleceu novos parâmetros para a responsabilidade pública de provisão de bem-estar nas áreas da seguridade e de assistência social, além da criação do sistema de saúde público, o *National Health System* (KERSTENETZKY, 2011).

É por essa transição que ocorre uma ampliação do conceito de proteção social, ultrapassando a concepção previdenciária estrita do seguro para a concepção mais abrangente da seguridade, pois o princípio de universalidade da cobertura passa a contemplar as demais contingências sociais e econômicas que fragilizam a vida dos indivíduos (VIANNA, 2003; GENTIL, 2006). Pelo conceito de seguridade, a proteção social torna-se um dever do Estado para com todos os cidadãos. Nas palavras de Vianna (2003), a seguridade social é definida como:

(...) um sistema de cobertura de contingências sociais destinado a todos os que se encontram em necessidade; não restringe benefícios nem a contribuintes nem a trabalhadores; e estende a noção de risco social, associando-a não apenas à perda ou redução da capacidade laborativa - por idade, doença, invalidez, maternidade, acidente de trabalho, conforme a doutrina previdenciária *stricto sensu* -, mas, também, a situações em que a insuficiência de renda fragiliza a vida do cidadão. (VIANNA, 2003, p.318)

Em que pese a especificidade dos fatores políticos, econômicos, sociais e institucionais, que delimitam as características dos sistemas de proteção social nos países, é possível dizer que o contexto histórico do pós-Segunda Guerra engendrou condições extremamente favoráveis para a expansão desses sistemas no centro do capitalismo, cujos processos se desenvolvem a partir de um conjunto de características comuns. Para além das condições financeiras viabilizadas pela prosperidade econômica dos anos dourados, Gentil (2006) destaca que a sedimentação dos sistemas de seguridade também foi resultado da articulação entre o fortalecimento dos partidos socialdemocratas – mediando o consenso entre o capital e o trabalho –, a força política dos movimentos sindicais, e a difusão das políticas da macroeconomia keynesiana apoiadas na promoção do pleno emprego, em que os pilares redistributivos do EBES se tornavam funcionais para compatibilizar a produção e o consumo de massa, sustentando o eixo dinâmico da acumulação fordista.

Também cabe destacar que este processo ocorreu simultaneamente a existência do conflito político-ideológico da Guerra Fria (1947-1991), sintetizado pela disputa entre os sistemas sociais antagônicos do capitalismo e do socialismo em torno do poder mundial. Segundo Gentil (2006, p.80), foi sob este pano de fundo que as políticas sociais foram alicerçadas às políticas keynesianas nas economias centrais, de forma a afastar a

ameaça do nazi-fascismo e do comunismo na Europa, permitindo a reestruturação do capitalismo em suas bases hegemônicas.

No entanto, a conjunção de fatores econômicos, político-ideológicos e sociais, que viabilizou a expansão do EBES ao longo desse período, foi progressivamente esvaziada diante do colapso do fordismo e da emergência da financeirização como novo padrão de acumulação capitalista. Conforme visto no capítulo 1, a crise dos anos 1970 é compreendida como uma crise estrutural gerada pelas próprias contradições endógenas do regime fordista, isto é, trata-se de uma crise do modo de regulação monopolista, que correu a credibilidade do *Estado interventor*, com seu conjunto de políticas keynesianas e redistributivas (BRUNO, 2005; BOYER, 2009; CLARKE, 1990). No regime financeirizado, vinculado ao modo de regulação neoliberal, a promoção do pleno emprego associada aos aparatos de proteção social perde seu espaço no eixo macrodinâmico, ao passo que, a estabilidade inflacionária e a valorização dos instrumentos financeiros se tornam as diretrizes fundamentais da política econômica.

Segundo Gentil (2006), com a difusão das teses neoliberais e das políticas de estabilização recessivas adotadas nos anos 1980, o discurso de ineficiência do Estado na alocação dos recursos públicos ganhava protagonismo, bem como as causas da inflação e da crise fiscal eram associadas a um suposto excesso de gastos, especialmente, com os gastos destinados ao custeio dos sistemas de proteção social<sup>59</sup>. Neste contexto econômico adverso, as variáveis que impactam as fontes de financiamento da seguridade (e que também provocam o aumento de suas despesas) foram negativamente afetadas, tendo em vista o baixo crescimento econômico, a retração dos investimentos produtivos, a flexibilização trabalhista, o aumento do nível de desemprego e a redução da massa salarial.

No entanto, Araújo (2004) argumenta que a causa da fragilidade financeira dos sistemas de seguridade não possui uma natureza estritamente fiscal. Os processos políticos e econômicos que se conjugam na financeirização também impactam as condições de financiamento da seguridade, haja visto a crescente influência do capital financeiro sobre as políticas macroeconômicas e orçamentárias do Estado, em busca dos

---

<sup>59</sup> No entanto, conforme visto no capítulo, o baixo dinamismo econômico que se seguiu após nos anos 1980 é considerado a principal causa do aumento dos níveis de endividamento público, em função dos seus impactos negativos sobre o nível das receitas públicas (STREECK, 2013).

seus interesses de revalorização rentista. Há uma série de pressões pelo dismantelamento da política social em nome da viabilidade financeira da dinâmica da dívida pública, que subsidia o discurso em favor do Estado mínimo e da individualização dos riscos sociais. O financiamento da política social se mostra extremamente sensível aos determinantes políticos e econômicos externos ao sistema, que no âmbito da financeirização promovem resultados adversos à sua capacidade financeira e, conseqüentemente, de promoção de equilíbrio social a que foi destinada. Nas palavras de Gentil:

As premissas que alicerçaram a construção do *welfare state* perderam a sua efetividade por várias razões: mudou a estratégia política e econômica do centro hegemônico; surgiu um novo ciclo de acumulação financeira na economia mundial após os anos 1970 que implicou em perda de dinamismo das economias capitalistas, salvo em algumas exceções; surgiram fortes tensões provocadas pelo vertiginoso avanço tecnológico; desencadeou-se um processo extremamente competitivo e desenfreado de acumulação de capital; e, o que é bastante relevante nesse cenário, foram adotadas políticas neoliberais recessivas. O fato é, no entanto, que as políticas sociais até então praticadas já não interessavam mais no novo cenário do mundo capitalista desenvolvido. O conjunto de processos políticos, econômicos e sociais em curso nas três últimas décadas fez com que os direitos sociais relativos à seguridade social perdessem importância. (GENTIL, 2006, p.93).

Contudo, a despeito desse panorama adverso, não houve nas economias da OCDE uma desestruturação do EBES. Embora cada país tenha adotado programas de ajustamento diversos, de acordo com suas próprias condições estruturais e conjunturais, não se constata alterações significativas na concepção de seguridade dos modelos europeus, ou seja, as reformas não tenderam a uma privatização desses sistemas. Prova disso é que os gastos com as políticas sociais permaneceram relativamente estáveis nessas economias (GENTIL, 2006; KERSTENETZKY, 2011). Contudo, este não é o caso observado nos países periféricos, especialmente, na América Latina, em que vários processos de reformas convergiram para a privatização dos sistemas previdenciários nos anos 1980-90, sob forte influência do FMI e do Banco Mundial. Os modelos implementados englobam casos de privatização completa e de fechamento do sistema público; e casos de privatizações parciais com a criação de sistemas mistos que se integram ao sistema público. Contrariando a tendência latino-americana, o Brasil não

empreendeu mudanças estruturais no seu sistema de seguridade, que segue sendo público e universal. No entanto, o que se observa é um movimento contínuo de drenagem dos recursos do OSS delimitado pelas características do processo de financeirização da economia, como veremos nas seções a seguir.

### **3.3 – Os princípios constitucionais-orçamentários da Seguridade Social**

No Brasil, o sistema de proteção social foi devidamente consolidado pela Constituição Cidadã de 1988, sob forte influência dos modelos socialdemocratas dos países europeus. No entanto, esse processo constitutivo muito se difere destas experiências que nos precederam. A formação da cidadania social no Brasil não seguiu o percurso clássico, onde os direitos civis, políticos e sociais se desenvolveram progressivamente ao longo dos séculos XIX-XX, como no caso da Inglaterra, por exemplo. No caso brasileiro, os direitos sociais precederam aos demais e com grande atraso para se aproximar da trilha da universalização, ao passo que, a formação da cidadania foi inicialmente desarticulada de participação social e de bases democráticas (FAGNANI *et al.*, 2018; FAGNANI & VAZ, 2013; KERSTENETZKY, 2011; 2012).

Os direitos sociais emergiram no Brasil a partir de 1930, se consolidando durante o Estado Novo Vargasista (1937-1945), que inaugurou o longo período de *cidadania regulada* como padrão de política social (SANTOS, 1979 *apud* KERSTENETZKY, 2011), limitando o acesso ao conjunto de direitos trabalhistas aos trabalhadores inseridos no mercado formal, no escopo das ocupações profissionais reconhecidas por lei. Esse padrão vigente de 1930 a 1964, foi marcado por seu caráter seletivo e excludente, sendo responsável por ampliar a desigualdade entre os segmentos da sociedade, já que não abarcava os trabalhadores do campo, os desempregados, bem como a maioria dos trabalhadores urbanos situados na informalidade (GRIN, 2013; FAGNANI *et al.*, 2018; KERSTENETZKY, 2012). A proteção social foi reduzida à dimensão previdenciária, vinculada à concepção do seguro Bismarkiano, reforçando a estratificação e as desigualdades geradas pelo mercado de trabalho, em um país com profundas clivagens socioeconômicas.

De acordo com Grin (2013), a segunda etapa de formação do EBES brasileiro denota o período ditatorial (1964-1985), à medida que o padrão da cidadania regulada se

tornava incompatível para equilibrar a continuidade da expansão industrial e as crescentes demandas dos grupos sociais. Contudo, diferente da experiência europeia, esse processo de reformulação política por vias autoritárias<sup>60</sup> não foi acompanhado da universalização dos direitos sociais e civis, tendo bases de financiamento que decorreram de um modelo econômico concentrador de renda e socialmente excludente, sintetizado pela grande defasagem entre o grau de desenvolvimento industrial e o padrão de vida da maior parcela da população (TAVARES & SERRA, 1971). A política social não foi concebida como direito, ao passo que, não se integraram participação social e democracia na mediação dos interesses contraditórios, entre o capital e o trabalho, inerentes ao processo produtivo. Em síntese, sem entrar no mérito das evoluções institucionais do período, pode-se dizer que, “buscou-se no período militar ajustar o convívio da cidadania regulada com a expansão limitada dos sistemas públicos de serviços e de assistência social” (GRIN, 2013, p. 192)<sup>61</sup>.

É somente após 1985, no período de redemocratização, que a política social brasileira avançou do modelo mais restrito para ganhar contornos universalistas, consolidando-se no marco da Constituição de 1988, que inaugurou um ciclo inédito de ampliação dos espaços públicos e de avanços na construção da cidadania social, se contrapondo à seletividade dos padrões anteriores (FAGNANI *et al.*, 2018). A Constituição restabeleceu direitos civis e políticos, desenhando um sistema de proteção social orientado pelos princípios da seguridade, conformando um novo pacto social com mudanças significativas nas relações Estado-sociedade no país.

Conforme a definição do Artigo 194, a seguridade passou a ser integrada pelas políticas da Previdência Social, Saúde, Assistência Social e Seguro-Desemprego (BRASIL, 1998). Como bem sintetiza Gentil (2006), as bases de organização da seguridade encontram-se apoiadas nos seguintes princípios: universalidade da cobertura e do atendimento; garantia de igualdade de direito e de acesso entre as populações rurais<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> A política social do regime militar foi instituída de maneira burocrática, não partindo do processo de construção política para gerar algum consenso social, não houve mediação da “luta de classes democrática”. Organizou-se, assim, um “regime de bem-estar burocrático”, assim como o processo de reprodução do capital brasileiro seguiu convivendo com exclusão social e baixos salários (GRIN, 2013, p.192).

<sup>61</sup> Foge ao escopo deste trabalho discutir os pormenores da formação histórica da política de proteção social no Brasil. Para uma perspectiva mais abrangente sobre esse processo ver: Kerstenetzky (2012), Lavinias (2013) e Grin (2013).

<sup>62</sup> Fagnani e Vaz (2013) acrescentam a relevância da inclusão da previdência rural aos benefícios da seguridade em termos de avanço no escopo de proteção social do país, incorporando um número expressivo de trabalhadores historicamente destituídos de direitos trabalhistas, sindicais e previdenciários, mesmo que estes não tivessem contribuindo diretamente para ter acesso à proteção na velhice.

e urbanas; irredutibilidade do valor dos benefícios previdenciários e assistenciais; equidade na forma de participação no custeio; diversidade das bases de financiamento; e caráter democrático e descentralizado da gestão.

É importante salientar que o princípio da universalidade deve ser compreendido a partir da perspectiva de conjunto do sistema, isto é, para além da dimensão setorial de cada uma das áreas componentes da seguridade, uma vez que a proteção previdenciária permanece com natureza profissional contributiva. Segundo Pierdoná (2016), é por meio da assistência social que o princípio da universalidade é efetivado, estendendo a proteção social para os demais indivíduos destituídos de capacidade contributiva e que não são filiados à previdência. Nesse sentido, como bem explica Vianna (2003), a seguridade se caracteriza como um sistema universal, na medida em que qualquer cidadão pode se filiar ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS), se tornando beneficiário de acordo com a legislação pertinente; qualquer cidadão tem direito de acesso aos serviços prestados pelo Sistema Único de Saúde (SUS); bem como qualquer cidadão em situação de vulnerabilidade social se torna um potencial beneficiário das políticas assistenciais – que independem de contribuições prévias –, de acordo com os critérios de elegibilidade previstos em lei.

Para garantir a efetividade da proteção social, por normativa do Artigo 195, o sistema de seguridade foi devidamente materializado pela obrigatoriedade de elaboração do Orçamento da Seguridade Social (OSS), que passou a integrar a Lei Orçamentária Anual (LOA) dos três níveis de governo. Conforme Salvador (2017) destaca, a consolidação do OSS sintetizava o compromisso constitucional de reversão da histórica tradição fiscalista do Estado brasileiro de insuficiência de recursos para as políticas sociais, livrando-as da disputa alocativa com outras despesas públicas.

Esse orçamento foi dotado de recursos próprios, derivados de múltiplas bases de incidência, que são constitucionalmente vinculados ao custeio das políticas referentes à saúde, previdência social, assistência social e o seguro-desemprego. No que tange ao seu financiamento, foi adotado o modelo tripartite europeu integrando contribuições provenientes dos trabalhadores, empregadores e do governo<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> De acordo com Fagnani *et al.* (2018), o modelo tripartite de financiamento é anterior à Carta de 1998. Desde 1930 era essa a forma de custeio dos Institutos de Aposentadoria e Pensão (IAP), que inicialmente eram restritos a Previdência Social e que, posteriormente, passaram a prestar serviços de Saúde e

Por determinação do Artigo 195, torna-se responsabilidade de toda sociedade financiar o custeio da Seguridade, a ser feito de forma direta e indireta, mediante recursos da União, dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e das contribuições sociais. A forma direta corresponde especificamente as receitas das contribuições sociais<sup>64</sup>, que representam a principal fonte de financiamento desse sistema. Pelo lado dos trabalhadores e demais segurados da previdência, tem-se a Contribuição Previdenciária dos Trabalhadores para o RGPS, que incide diretamente sobre o rendimento do trabalho base da contribuição. Já pelo lado dos empregadores, empresas e demais entidades equiparadas, temos as seguintes contribuições sociais: i) Contribuição Previdenciária Patronal, tributada sobre a folha de salários e demais rendimentos do trabalho creditados à pessoa física que lhe preste serviço; ii) Contribuição Social sobre o Lucro Líquido das Empresas (CSLL), tributada sobre os lucros; iii) Contribuição Social para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), que incide sobre o faturamento das empresas; e iv) Contribuição para o PIS-PASEP, também cobrada sobre o faturamento, destinadas ao financiamento do Programa de Seguro-Desemprego e dos programas de desenvolvimento do BNDES.

Já a forma indireta de financiamento da Seguridade, diz respeito as parcelas dos impostos do PIS/PASEP importação e COFINS importação, que incidem sobre os importadores de bens e serviços; dos concursos de prognósticos promovidos pelo Poder Público, à exemplo da loteria federal; bem como pelas receitas próprias de todos os órgãos e entidades que participam desse orçamento (BRASIL, 1988). O Quadro 3, disposto a seguir, sintetiza as distintas fontes de financiamento da Seguridade, com suas respectivas normativas e bases de incidência.

---

Assistência Social. Esse modelo também foi mantido pela ditadura militar (1964-85). A CF88 modernizou este modelo, ampliou suas fontes de financiamento, conferindo seu *status* constitucional.

<sup>64</sup> Cabe destacar que as contribuições sociais se diferenciam das demais espécies tributárias pela sua finalidade constitucional de custeio das políticas da seguridade.

**QUADRO 3 – Contribuições sociais, fontes de financiamento, normativas e bases de incidência definidas pela Constituição de 1998.**

<b>Fontes de Financiamento</b>	<b>Normativa</b>	<b>Contribuições Sociais</b>	<b>Base de Incidência</b>
Empregador, empresas e equiparadas	<b>Folha de Salários:</b> Art. 195/CF88; alterações pela EC nº20/98 e MP nº 582/2012.	Contribuição Previdenciária Patronal; COFINS; PIS/PASEP; CSLL.	Folha de salários e demais rendimentos do trabalho, Receita ou Faturamento e Lucro das empresas.
	<b>Receita ou Faturamento:</b> Art. 195 CF88; com alterações pela LC nº70/91, Lei 9.718/98; Lei 10.276/01, Lei 10.833/03		
	<b>Lucros:</b> LC nº 7.869/88, alterações por normativas nos anos 90; 91; 95; 96; 2001; 2002 e 2003.		
Trabalhadores e demais segurados da previdência	Art. 195 CF88; alterações subsequentes pela EC nº 20/98.	Contribuição Previdenciária do Trabalhador.	Salário de Contribuição.
Concursos de prognósticos	Art. 195 CF88; instituída pela Lei 8.212/91 e alterações pela Lei 11.345/2006	Contribuição para a Seguridade Social da parcela dos movimentos globais de apostas.	Jogos autorizados pelo poder público.
Importação de Bens e Serviços	Art. 195 CF88; instituído pela EC nº 42/2003, alterado pela Lei 10.865/04	PIS/PASEP importação e COFINS importação.	Importação de produtos ou serviços estrangeiros.

Fonte: Brasil (1998), Botelho *et al.* (2021). Elaboração própria.

Apesar de o sistema da seguridade ter caminhado sentido às concepções do modelo europeu, assumindo um caráter redistributivo e universalista, as condições político-econômicas que impulsionaram a expansão do EBES no pós-guerra eram inexistentes no contexto brasileiro de sua implementação nos anos 1980-90. Conforme aponta Gentil (2006), a ampliação do conceito de proteção social pela Constituição ocorre em um momento histórico em que a credibilidade dos paradigmas do Estado interventor e do EBES eram severamente questionadas, nos marcos do advento da financeirização e da difusão das premissas neoliberais em escala internacional. Pela visão neoliberal que se tornava hegemônica, o compromisso com as políticas de defesa do pleno emprego e dos gastos sociais como estabilizadores da demanda agregada e indutores do crescimento, já

não encontrava mais espaço na ação dos *policy makers* (GENTIL, 2006, p.121). Nesse sentido, a perda de legitimidade da intervenção pública no domínio econômico, pela via dos instrumentos da política fiscal e monetária, foi também estendida à política social, cujos gastos passaram a ser sinônimos de inflação e de déficit público.

Nesse cenário, formou-se no Brasil um contexto adverso para o sistema de seguridade recém implementado ainda nos anos 1990. A seguridade e a magnitude do seu orçamento se tornavam conflitantes com a dinâmica de financeirização por juros estabelecida na economia, haja visto que este modelo delimita importantes restrições à capacidade orçamentária do Estado pelo impacto das despesas financeiras, demandando uma política fiscal de ajuste permanente. O discurso conservador de que a Carta Cidadã deixara o país “ingovernável” em função da abrangência das políticas sociais, ganhava força no Brasil. A seguridade passou a ser veementemente associada à uma ameaça futura de “explosão” dos gastos públicos, sem que houvesse mobilização social e política relevante diante das ofensivas dos grupos conservadores aos direitos conquistados (FAGNANI & VAZ, 2013). Toda essa conjunção de fatores dificultou a transformação do texto constitucional em uma prática concreta do Estado, pois parte dos princípios estabelecidos para gestão financeira e administrativa da seguridade não foram implementados<sup>65</sup>.

Em função das características da financeirização no Brasil e do regime macroeconômico que engendra, as determinações constitucionais sobre a exclusividade dos recursos do OSS também têm sido deturpadas, servindo aos propósitos da política de ajuste fiscal e de “gestão” da dívida pública, que condicionam seu quadro de subfinanciamento crônico. Na seção a seguir, evidenciaremos o movimento de captura de suas receitas operacionalizado pela DRU, a fim de compreender como este desvio se torna funcional para estabilidade do tripé macroeconômico.

---

<sup>65</sup> Tratam-se especificamente dos princípios constitucionais da Organização, Financiamento e Controle da Seguridade Social, que precederam a uma fragmentação financeira e administrativa da Seguridade Social. Para uma discussão mais aprofundada ver: Vianna (2003), Gentil (2006) e Fagnani & Vaz (2016).

### **3.4 – A Seguridade como “pilar” do regime de acumulação brasileiro: o desfinanciamento operado pela DRU**

De acordo com Streeck (2013) as regularidades na alocação do gasto público, isto é, o perfil do gasto público, consistem em um importante indicador da relação Estado-Economia, na medida em que evidenciam a natureza da intervenção pública no processo econômico. Isso ocorre porque o orçamento público, para além de um instrumento de registro contábil e de planejamento, deve ser visto como um espelho da correlação de forças sociais e políticas dominantes em uma sociedade, bem como dos objetivos macroeconômicos delimitados pela dinâmica de acumulação. Sua estrutura de gastos e de receitas revela tanto as classes e/ou frações de classes e os setores econômicos que arcarão com o maior ou menor ônus da tributação, bem como àqueles que serão mais beneficiados pela destinação dos recursos públicos<sup>66</sup>.

No âmbito da financeirização, as prioridades alocativas do Estado têm viabilizado a reprodução da lógica financeira no plano orçamentário. Esse movimento pode ser identificado pela crescente participação do gasto financeiro no montante do gasto público, bem como pela imposição de políticas de austeridade e regras fiscais que asseguram a transferência de recursos para efetivação dessas despesas, em que pese seus impactos negativos em termos do financiamento das demais políticas públicas, especialmente, das políticas sociais.

O Brasil também pode ser considerado mais um caso desta tendência. As estimativas dispostas abaixo, construídas a partir dos dados do Acompanhamento de Execução Orçamentária da União do portal da Câmara dos Deputados, estabelecem um perfil do gasto público federal, mensurado em termos da despesa paga por exercício fiscal da LOA entre os anos de 2005 e 2019<sup>67</sup>. Os resultados atestam que as despesas financeiras

---

<sup>66</sup> Entende-se que tributação representa um “ônus” para sociedade, no sentido de que os impostos equivalem aos custos do financiamento do Estado. A tributação pode adotar uma estrutura redistributiva e/ou regressiva, a depender das bases de incidência (renda, patrimônio e consumo) de maior relevância no montante de arrecadação. Com isso, este ônus pode ser suportado pela população mais rica ou pela mais pobre, e até por mesmo por ambas, caso o sistema tributário tenha uma estrutura mais equitativa. Já a distribuição do gasto público é considerada como um “bônus” para a sociedade. Suas diretrizes também podem favorecer as camadas mais ricas ou mais pobres da sociedade, aprofundando ou reduzindo as desigualdades sociais, bem como setores econômicos específicos (OLIVEIRA, 2018). Para os objetivos propostos por este trabalho, a discussão do conflito orçamentário se concentrará apenas na dimensão dos gastos públicos.

<sup>67</sup> Em razão da escassez de dados oficiais para o subsidiar a análise entre os anos de 1999 a 2004, o levantamento do trabalho se limita ao período de 2005 a 2019.

relacionadas ao pagamento de juros e amortizações da dívida pública absorveram, em média, 45% dos recursos federais, representando a maior despesa deste orçamento.

As Tabelas 2 e 3, estabelecem um panorama do gasto público federal sob a ótica dos *Grupos de Natureza da Despesa (GND)*<sup>68</sup>, conforme a classificação da Portaria Interministerial STN/SOF nº 163/2001. Na construção da tabela 2, o montante dos recursos executados foi fragmentado em: GND 1, “*Pessoal e Encargos Sociais*”; GND 2, “*Juros e Encargos da Dívida*”; GND 3 “*Outras Despesas Correntes*”; GND 4 “*Investimentos*”; GND 5 “*Inversões Financeiras*”; GND 6 “*Amortizações e Refinanciamento da Dívida*” e GND 7 “*Reserva de Contingência*”. Já na Tabela 3, estima-se o percentual da participação de três grupos na despesa federal total, selecionados de acordo com os fins do trabalho, sendo estes: i) “Gastos Financeiros”, que englobam os montantes do GND 2 e GND 6; os ii) “Gastos com o GND 1”; e o iii) “Gastos com o GND 3”<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Os GNDs representam a agregação dos elementos das despesas que apresentam as mesmas características quanto ao objeto de gasto (ENAP, 2014). Sinteticamente, o GND 1 “Pessoal e Encargos Sociais” concentra as despesas destinadas ao pagamento de pessoal ativo e inativo, pensionistas, mandatos eletivos, funções e empregos civis e militares do poder público. O GND 2 “Juros e Amortização da Dívida” é associado ao pagamento de juros, comissões e outros encargos de operações de crédito internas e externas contratadas, bem como da DPMFi. O GND 3 “Outras Despesas Correntes”, se refere às despesas com a manutenção e o funcionamento da máquina administrativa do governo, concentrando também as demais despesas da categoria econômica “Despesas Correntes” que não são classificáveis nos demais GNDs. O GND 4 “Investimentos” concentra as despesas de execução de obras públicas, aquisição de instalações e de material que se configurem como um aumento do estoque de capital das empresas públicas de caráter não-comercial e/ou financeiro. O GND 5 “Inversões Financeiras” é voltado para as despesas de aquisição de imóveis e de bens de capital já em utilização; e de aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie já constituídas. O GND 6 “Amortizações e Refinanciamento” é direcionado ao pagamento do montante principal e da atualização monetária e/ou cambial da dívida pública interna, externa, contratual ou mobiliária. Por fim, o GND 7 “Reserva de Contingência” é destinado a abertura de créditos adicionais, atendimento de emendas parlamentares, de passivos contingentes e de outros riscos e eventos fiscais imprevistos (CONGRESSO NACIONAL, 2024).

<sup>69</sup> A escolha dos GND 1 “Pessoal e Encargos Sociais” e GND 3 “Outras Despesas Correntes” como comparativo a participação do “Gasto Financeiro” na despesa federal, justifica-se pelo fato de que estes grupos de despesa concentram as despesas correntes previstas pelo Orçamento da Seguridade Social.

**TABELA 2 – Execução orçamentária da União por Grupo de Natureza da Despesa (GND) – Em R\$**

ANO	PESSOAL E ENCARGOS SOCIAIS (1)	JUROS E ENCARGOS DA DÍVIDA (2)	OUTRAS DESPESAS CORRENTES (3)	INVESTIMENTOS (4)	INVERSÕES FINANCEIRAS (5)	AMORTIZAÇÕES/REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA (6)	RESERVA DE CONTING. (7)	TOTAL DAS DESPESAS PAGAS (A)	TOTAL DO GASTO FINANCEIRO (B) = (2+6)
<b>2005</b>	239.014.368	227.685.746	814.192.632	15.071.836	47.606.410	1.403.967.572	-	2.747.538.563	1.631.653.318
<b>2006</b>	283.642.730	375.702.741	883.706.184	16.322.537	50.565.491	1.237.245.276	-	2.847.184.958	1.612.948.017
<b>2007</b>	298.621.637	334.390.365	953.134.866	20.583.295	64.317.336	1.126.009.607	-	2.797.057.105	1.460.399.972
<b>2008</b>	316.661.159	247.184.864	984.271.303	20.065.780	83.413.537	1.006.983.656	-	2.658.580.300	1.254.168.521
<b>2009</b>	356.078.567	266.942.068	1.041.780.127	30.060.157	57.188.325	1.114.767.388	-	2.866.816.632	1.381.709.456
<b>2010</b>	371.032.672	248.682.500	1.113.667.935	43.853.491	59.888.570	1.046.334.662	-	2.883.459.831	1.295.017.162
<b>2011</b>	374.326.170	250.485.695	1.187.083.813	31.840.547	62.371.923	1.102.838.904	-	3.008.947.051	1.353.324.599
<b>2012</b>	368.248.281	242.815.502	1.257.324.305	39.034.427	72.736.038	1.121.012.140	-	3.101.170.691	1.363.827.641
<b>2013</b>	376.215.055	242.631.808	1.331.762.610	28.987.194	85.660.400	987.551.733	-	3.052.808.800	1.230.183.541
<b>2014</b>	381.188.860	273.765.810	1.401.799.282	30.630.485	98.388.159	1.297.808.982	-	3.483.581.578	1.571.574.792
<b>2015</b>	371.228.257	303.101.539	1.427.712.028	14.060.717	87.664.039	1.096.624.762	-	3.300.391.344	1.399.726.302
<b>2016</b>	375.509.864	278.588.263	1.469.845.918	22.900.713	93.253.266	1.258.066.069	-	3.498.164.092	1.536.654.332
<b>2017</b>	402.314.609	268.633.233	1.472.103.573	24.426.377	83.690.023	1.035.603.858	-	3.286.771.674	1.304.237.091
<b>2018</b>	382.813.099	355.132.730	1.491.459.617	24.861.396	79.565.981	999.592.335	-	3.333.425.159	1.354.725.066
<b>2019</b>	389.421.374	350.913.390	1.570.162.901	20.250.533	82.085.203	926.190.163	-	3.339.023.565	1.277.103.553
<b>TOTAL</b>	<b>5.286.316.702</b>	<b>4.266.656.254</b>	<b>18.400.007.094</b>	<b>382.949.486</b>	<b>1.108.394.700</b>	<b>16.760.597.108</b>	-	<b>46.204.921.343</b>	<b>21.027.253.362</b>
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>352.421.113</b>	<b>284.443.750</b>	<b>1.226.667.140</b>	<b>25.529.966</b>	<b>73.892.980</b>	<b>1.117.373.141</b>	-	<b>3.080.328.090</b>	<b>1.401.816.891</b>

Fonte: BRASIL, Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária da União. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Elaboração própria.  
Nota: Valores deflacionados pelo IPCA-IBGE a preços de 2022. Foram consideradas as despesas executadas pela LOA.

Os dados apontam que entre os anos de 2005 e 2019, o total do gasto financeiro executado com juros e amortizações da dívida pública foi de expressivos R\$ 21,02 trilhões. Enquanto a execução dos gastos com os grupos de pessoal e encargos sociais e de outras despesas correntes, foi de R\$ 5,28 trilhões e R\$ 18,40 trilhões, respectivamente. Em termos da participação relativa na despesa federal total, estima-se que o gasto financeiro tenha capturado em média 45,51% dos recursos públicos ao ano, isto é, cerca de metade do montante de recursos. A participação do gasto com pessoal e encargos sociais foi em média 11,44%; tendo outras despesas correntes absorvido 38,82% em média.

**TABELA 3 – Execução orçamentária da União por Grupo de Natureza da Despesa (GND) – Participação relativa na despesa federal**

<b>% PARTICIPAÇÃO NA DESPESA TOTAL</b>			
<b>ANO</b>	<b>GASTO FINANCEIRO (C) = (B / A)</b>	<b>PESSOAL E ENCARGOS SOCIAIS (D) = (1 / A)</b>	<b>OUTRAS DESPESAS CORRENTES (E) = (3 / A)</b>
<b>2005</b>	59,39%	8,70%	29,63%
<b>2006</b>	56,65%	9,96%	31,04%
<b>2007</b>	52,21%	10,68%	34,08%
<b>2008</b>	47,17%	11,91%	37,02%
<b>2009</b>	48,20%	12,42%	36,34%
<b>2010</b>	44,91%	12,87%	38,62%
<b>2011</b>	44,98%	12,44%	39,45%
<b>2012</b>	43,98%	11,87%	40,54%
<b>2013</b>	40,30%	12,32%	43,62%
<b>2014</b>	45,11%	10,94%	40,24%
<b>2015</b>	42,41%	11,25%	43,26%
<b>2016</b>	43,93%	10,73%	42,02%
<b>2017</b>	39,68%	12,24%	44,79%
<b>2018</b>	40,64%	11,48%	44,74%
<b>2019</b>	38,25%	11,66%	47,02%
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>45,51%</b>	<b>11,44%</b>	<b>39,82%</b>

Fonte: BRASIL, Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária da União. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Elaboração própria.  
Nota: Valores deflacionados pelo IPCA-IBGE a preços de 2022. Considera-se a despesa executada pela LOA.

Já as tabelas 4 e 5, mensuram a execução orçamentária da União a partir das *Funções de Governo*, de acordo com a classificação da Portaria MOG nº 42/1999<sup>70</sup>. Nessa perspectiva, torna-se possível estabelecer um comparativo concreto entre a participação das despesas financeiras e as despesas das políticas da Seguridade Social no montante das despesas federais. A tabela 4 realiza esta estimativa considerando as seguintes funções: i) “*Assistência Social (08)*”; ii) “*Previdência Social (09)*”; iii) “*Saúde (10)*”; iv) “*Benefícios do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) (11)*”, composto pelo Seguro Desemprego e Abono Salarial<sup>71</sup>; e v) “*Encargos Especiais (28)*”, isolando as subfunções relacionadas as despesas da dívida pública<sup>72</sup>. Já na Tabela 5, a análise é segmentada nas participações relativas das funções encargos especiais; funções da Seguridade segmentadas e, por fim, do conjunto das funções da Seguridade, formado pelas suas funções típicas e os benefícios do FAT.

Os resultados apontam que enquanto as despesas relacionadas as funções da Seguridade ocuparam em média 35,11% do orçamento ao longo desse período, as despesas com a função encargos especiais<sup>73</sup> também absorveram a maior fatia dos recursos públicos federais, em média de 45,48% das despesas executadas pela LOA. Em termos do montante dos recursos pagos, estima-se que tenham sido executados R\$ 21,027 trilhões com as despesas financeiras ao longo desse período, enquanto as despesas do conjunto da Seguridade absorveram R\$ 16,34 trilhões. No comparativo com as funções segmentadas da Seguridade a discrepância das despesas financeiras é ainda mais significativa, sendo estas 16,16 vezes superiores às despesas da Assistência Social; 11,63 vezes superiores às despesas da Saúde; 7,17 vezes aos benefícios do FAT; e 2,04 vezes em relação às despesas da Previdência Social.

---

<sup>70</sup> A Portaria nº 42/1999 do Ministério do Orçamento e Gestão (MOG), trata da classificação das despesas públicas por funções de governo. Atualmente, a Portaria prevê 28 funções codificadas que se desdobram em subfunções correspondentes. A Portaria também estabelece os conceitos de projeto, atividade e operações especiais, instrumentos empregados nas etapas de planejamento e de execução orçamentária.

<sup>71</sup> Embora esses benefícios do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) façam parte da Função Trabalho (11), por consequência do Inciso III, Art. 201 da CF, que trata sobre a Previdência Social, estas despesas integram o Orçamento da Seguridade Social, sendo consideradas como uma extensão das funções previdenciárias de proteção ao trabalhador.

<sup>72</sup> A estimativa se restringe às subfunções: i) 841- Refinanciamento da Dívida Interna; ii) 842- Refinanciamento da Dívida Interna; iii) 843- Serviços da Dívida Interna; iv) 844 - Serviços da Dívida Externa e v) 846 - Outros Encargos Especiais.

<sup>73</sup> Por definição da Portaria nº 42/1999 do MOG, a função “Encargos Especiais” engloba as despesas em relação às quais não se possa associar um bem ou serviço a ser gerado, tais como as despesas da dívida pública, ressarcimentos, indenizações judiciais e outras afins.

**TABELA 4 – Execução orçamentária da União por Função de Governo: Funções típicas da Seguridade Social, benefícios do FAT e Função Encargos Especiais – Em R\$**

<b>ANO</b>	<b>ASSISTÊNCIA SOCIAL (08)</b>	<b>PREVIDÊNCIA SOCIAL (09)</b>	<b>SAÚDE (10)</b>	<b>BENEFÍCIOS DO FAT (11) (1)</b>	<b>ENCARGOS ESPECIAIS (28) (2)</b>	<b>TOTAL DAS DESPESAS PAGAS (A)</b>	<b>TOTAL DAS DESPESAS DA SEGURIDADE (B) (3)</b>
<b>2005</b>	39.903.788.024	480.091.457.261	85.057.889.361	117.318.076.845	1.631.653.317.883	2.747.538.569.258	722.371.211.490
<b>2006</b>	52.951.401.006	528.585.362.799	90.099.918.762	130.605.398.179	1.612.948.017.011	2.847.184.958.010	802.242.080.746
<b>2007</b>	58.504.040.701	557.930.289.567	95.723.172.412	142.303.170.148	1.460.399.972.431	2.797.057.105.230	854.460.672.827
<b>2008</b>	63.851.528.014	587.940.164.573	108.574.929.539	162.259.309.407	1.254.168.520.806	2.658.580.299.934	922.625.931.532
<b>2009</b>	70.978.604.685	596.199.529.776	106.724.491.792	168.350.151.103	1.381.709.455.983	2.866.816.632.250	942.252.777.357
<b>2010</b>	78.877.027.834	637.661.686.231	113.079.922.202	176.429.397.804	1.295.017.162.049	2.883.459.830.662	1.006.048.034.071
<b>2011</b>	85.728.812.126	661.476.543.349	122.001.126.833	190.776.223.649	1.353.324.598.587	3.008.947.051.010	1.059.982.705.957
<b>2012</b>	97.582.961.626	696.781.953.055	129.292.881.605	204.469.580.464	1.363.827.641.216	3.101.170.691.453	1.128.127.376.751
<b>2013</b>	104.013.211.702	735.988.276.857	131.110.292.566	240.479.574.022	1.230.183.541.355	3.052.808.800.248	1.211.591.355.147
<b>2014</b>	107.430.708.065	757.970.041.850	138.736.619.412	250.544.771.193	1.571.574.791.534	3.483.581.577.635	1.254.682.140.520
<b>2015</b>	100.650.297.574	748.435.252.292	136.545.191.646	231.565.475.104	1.399.726.301.605	3.300.391.344.167	1.217.196.216.616
<b>2016</b>	105.464.839.175	788.449.724.993	136.228.264.322	231.464.363.911	1.536.654.332.207	3.498.164.091.893	1.261.607.192.400
<b>2017</b>	111.250.089.179	866.946.770.924	136.556.042.939	229.022.410.407	1.304.237.091.006	3.316.977.290.916	1.343.775.313.449
<b>2018</b>	109.189.774.227	817.222.209.502	137.514.812.399	226.864.787.583	1.354.725.065.515	3.333.425.159.352	1.290.791.583.711
<b>2019</b>	114.280.725.430	842.507.991.996	140.543.546.284	229.753.352.384	1.277.103.552.758	3.339.023.564.505	1.327.085.616.094
<b>TOTAL</b>	<b>1.300.657.809.367</b>	<b>10.304.187.255.025</b>	<b>1.807.789.102.074</b>	<b>2.932.206.042.203</b>	<b>21.027.253.361.944</b>	<b>46.469.829.806.753</b>	<b>16.344.840.208.669</b>
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>86.710.520.624</b>	<b>686.945.817.002</b>	<b>120.519.273.472</b>	<b>195.480.402.814</b>	<b>1.401.816.890.796</b>	<b>3.082.341.797.768</b>	<b>1.089.656.013.911</b>

Fonte: BRASIL, Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária da União. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Elaboração própria.

Nota: Valores deflacionados pelo IPCA-IBGE a preços de 2022.

**TABELA 5 – Execução orçamentária da União por Função de Governo:  
Participação relativa na despesa federal**

ANO	% DE PARTICIPAÇÃO NA DESPESA TOTAL					
	ASSISTÊNCIA SOCIAL (B) = (08/A)	PREVIDÊNCIA SOCIAL (C) = (09/A)	SAÚDE (B) = (10/A)	BENEFÍCIOS DO FAT (C) = (11/A)	ENCARGOS ESPECIAIS (D) = (28/A)	FUNÇÕES DA SEGURIDADE (E) = (B/A)
2005	1,45%	17,47%	3,10%	4,27%	59,39%	26,29%
2006	1,86%	18,57%	3,16%	4,59%	56,65%	28,18%
2007	2,09%	19,95%	3,42%	5,09%	52,21%	30,55%
2008	2,40%	22,11%	4,08%	6,10%	47,17%	34,70%
2009	2,48%	20,80%	3,72%	5,87%	48,20%	32,87%
2010	2,74%	22,11%	3,92%	6,12%	44,91%	34,89%
2011	2,85%	21,98%	4,05%	6,34%	44,98%	35,23%
2012	3,15%	22,47%	4,17%	6,59%	43,98%	36,38%
2013	3,41%	24,11%	4,29%	7,88%	40,30%	39,69%
2014	3,08%	21,76%	3,98%	7,19%	45,11%	36,02%
2015	3,05%	22,68%	4,14%	7,02%	42,41%	36,88%
2016	3,01%	22,54%	3,89%	6,62%	43,93%	36,06%
2017	3,35%	26,14%	4,12%	6,90%	39,32%	40,51%
2018	3,28%	24,52%	4,13%	6,81%	40,64%	38,72%
2019	3,42%	25,23%	4,21%	6,88%	38,25%	39,74%
<b>TOTAL</b>	<b>2,77%</b>	<b>22,16%</b>	<b>3,89%</b>	<b>6,28%</b>	<b>45,25%</b>	<b>35,11%</b>
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>2,81%</b>	<b>22,29%</b>	<b>3,91%</b>	<b>6,34%</b>	<b>45,48%</b>	<b>35,35%</b>

Fonte: BRASIL, Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária da União. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Elaboração própria.

Nota: Valores deflacionados pelo IPCA-IBGE a preços de 2022. Participação por exercício fiscal da LOA.

É justamente em função do peso das despesas financeiras no orçamento público, determinante estrutural do modelo de financeirização por juros, que o desvio dos recursos da Seguridade intermediado pela DRU se torna funcional ao alcance das metas federais primárias, colaborando à estabilidade do regime econômico do tripé. O conflito orçamentário entre as despesas financeiras e as despesas da Seguridade na alocação dos recursos federais, vigente desde os anos 1990, é consolidado em torno dessa dinâmica, tendo em vista a significativa redução do espaço fiscal do Estado gerada pelo modelo de acumulação, em que as despesas financeiras absorvem cerca de metade da receita pública. A DRU viabiliza a reprodução da lógica financeira no plano orçamentário e,

consequentemente, no próprio plano macroeconômico, fragilizando o custeio das políticas da Seguridade Social.

A Tabela 6 mostra a evolução da DRU e seu impacto sobre o resultado da Seguridade Social, por exercício fiscal da LOA entre os anos de 2005 e 2019, a partir dos dados do Relatório Resumido de Execução Orçamentária da União (RREO) e do Balanço Geral da União (BGU), ambos da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). O levantamento aponta que a DRU desviou o total de R\$ 1,532 trilhão dos recursos do OSS para o orçamento fiscal, ao longo da série analisada.

No comparativo com a receita total executada nas funções da Seguridade, chama atenção o fato de que o montante desviado pela DRU é superior aos valores executados pela função Assistência Social (R\$ 1,300 trilhão) e quase se equipara aos valores da função Saúde (R\$ 1,800 trilhão) neste mesmo período, tendo em vista os dados aportados pela Tabela 4. Já na média anual, o montante capturado pela DRU foi de R\$ 102 bilhões, que representa um percentual de desvinculação de 11% das receitas destinadas às políticas sociais. Este montante também se mostra superior à média dos recursos executados na Assistência Social (R\$ 86,7 bilhões) e próximo aos valores da Saúde (R\$ 120 bilhões.)

Entre os anos de 2016 e 2019, que marcam o aprofundamento das diretrizes neoliberais na política econômica brasileira, o montante desviado pela DRU aumentou expressivos 43% em relação ao valor médio de 2005 a 2015, passando de R\$ 91,7 bilhões para R\$ 130,8 bilhões. Neste ano o montante desvinculado de R\$ 125 bilhões apresentou uma variação de 41,80% em relação ao montante de 2015, de R\$ 88,184 bilhões, gerando um aumento correspondente no percentual das receitas desvinculadas de 9% para 13%. Em termos do resultado global do OSS, estima-se que a nova alíquota tenha impactado o aumento de 62% do déficit médio apresentado no período de 2016 a 2019<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> É necessário destacar que a construção da Tabela 6 reflete a metodologia de cálculo dos órgãos oficiais do governo, que consideram as despesas do RPPS como parte das despesas previdenciárias da Seguridade. Esse resultado diverge do cálculo apresentado pela ANFIP, que considera apenas as despesas vinculadas ao RGPS. Nesta “metodologia constitucional”, o OSS foi historicamente superavitário até 2016 mesmo com a incidência do desvio da DRU, conforme será visto na próxima seção deste capítulo.

**TABELA 6 – Evolução da DRU e o resultado da Seguridade Social – Em R\$ bilhões**

<b>ANO</b>	<b>RECEITAS VINCULADAS (A)</b>	<b>RECEITAS DESVINCULADAS (B)</b>	<b>RECEITAS TOTAIS (C) = A + B</b>	<b>PERCENTUAL DE DESVINCULAÇÃO (D) = (B/C)</b>	<b>DESPESAS (E)</b>	<b>RESULTADO COM A DRU (F) = (A - E)</b>	<b>RESULTADO SEM A DRU (G) = (C - E)</b>
<b>2005</b>	641.805.786	82.100.328	723.906.114	11%	678.740.175	-36.934.389	45.165.939
<b>2006</b>	683.039.974	84.130.054	767.170.028	11%	756.254.289	-73.214.315	10.915.739
<b>2007</b>	729.575.918	92.178.069	821.753.987	11%	785.479.361	-55.903.443	36.274.626
<b>2008</b>	740.557.567	88.828.912	829.386.479	11%	814.307.049	-73.749.482	15.079.430
<b>2009</b>	753.334.683	84.354.541	837.689.224	10%	895.256.250	-141.921.567	-57.567.026
<b>2010</b>	831.436.299	94.388.294	925.824.593	10%	953.976.184	-122.539.885	-28.151.591
<b>2011</b>	898.829.647	96.458.331	995.287.978	10%	998.059.924	-99.230.277	-2.771.946
<b>2012</b>	950.750.152	99.277.938	1.050.028.090	9%	1.063.414.153	-112.664.001	-13.386.063
<b>2013</b>	1.004.435.308	102.966.197	1.107.401.505	9%	1.117.261.824	-112.826.516	-9.860.319
<b>2014</b>	972.161.874	96.232.759	1.068.394.633	9%	1.166.490.889	-194.329.016	-98.096.257
<b>2015</b>	939.735.199	88.184.390	1.027.919.589	9%	1.055.875.451	-116.140.252	-27.955.862
<b>2016</b>	863.799.537	125.042.706	988.842.243	13%	1.063.562.068	-199.762.531	-74.719.825
<b>2017</b>	892.888.966	145.022.875	1.037.911.841	14%	1.139.717.863	-246.828.897	-101.806.022
<b>2018</b>	906.469.015	139.383.570	1.045.852.585	13%	1.190.117.229	-283.648.214	-144.264.644
<b>2019</b>	923.269.721	113.675.589	1.036.945.310	11%	1.281.018.621	-357.748.900	-244.073.311
<b>TOTAL</b>	<b>12.732.089.645</b>	<b>1.532.224.553</b>	<b>14.264.314.198</b>	<b>11%</b>	<b>14.959.531.331</b>	<b>-2.227.441.685</b>	<b>-695.217.133</b>
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>848.805.976</b>	<b>102.148.304</b>	<b>950.954.280</b>	<b>11%</b>	<b>1.869.941.416</b>	<b>-148.496.112</b>	<b>-46.347.809</b>
<b>MÉDIA 2005-2015</b>	<b>831.423.855</b>	<b>91.736.347</b>	<b>923.160.202</b>	<b>10%</b>	<b>935.010.505</b>	<b>-103.586.649</b>	<b>-11.850.303</b>
<b>MÉDIA 2016-2019</b>	<b>896.606.810</b>	<b>130.781.185</b>	<b>1.027.387.995</b>	<b>13%</b>	<b>3.926.789.422</b>	<b>-271.997.135</b>	<b>-141.215.950</b>
<b>VARIAÇÃO 2005-2015 A 2016-2019</b>	<b>8%</b>	<b>43%</b>	<b>11%</b>	<b>3%</b>	<b>320%</b>	<b>62%</b>	<b>1092%</b>

Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária da União (RREO) do Tesouro Nacional. Elaboração própria. Nota: Valores deflacionados pelo IPCA de 2022.

O crescimento da taxa de desvinculação e do déficit do OSS estão diretamente associados a vigência da nova alíquota da DRU, que passa de 20% para 30% em 2016, por consequência da EC nº 93/2016. Tendo em vista que as regularidades na alocação do gasto público respondem as demandas de compatibilidade do regime de acumulação, esta alteração deve ser interpretada à luz do movimento da economia doméstica desse período.

No ano de 2014, por força da desaceleração do crescimento, inicia-se no Brasil um ciclo de crise econômica e de deterioração das contas públicas que foi aprofundado pela recessão de 2015 e 2016, quando o PIB acumulou queda de 7,2% (GENTIL, 2017; ROSSI & MELO, 2017). De 2014 a 2016 o déficit primário foi significativamente agravado, passando de R\$ 20,5 bilhões para R\$ 159 bilhões, que representa um aumento da ordem 67%. Em termos do PIB o aumento foi de 0,4% para 2,5%. A partir de 2017 o resultado deficitário registra uma modesta melhora, mas ainda mantendo-se em níveis elevados. Em 2017 o déficit passa para R\$ 118,4 bilhões e para 1,8% em relação ao PIB. Já em 2018 o déficit cai para R\$ 116,7 bilhões e, em sequência, para R\$ 88,9 bilhões em 2019, passando de 1,7% para 1,2% do PIB. Já a trajetória da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) apresenta crescimento contínuo desde 2014, passando de 32,6% em proporção ao PIB para 54,7% em 2019. No ano de 2016, momento de implementação da EC nº 93/2016, a razão dívida líquida/PIB atingiu o nível de 46,2%, representando um significativo aumento de 13,6% em relação à 2014, conforme mostra a Tabela 7.

**TABELA 7 – Deterioração dos Indicadores Fiscais do Governo Central (2013-2019)**  
– em % ao PIB

Indicadores Fiscais de 2013 a 2019 - em % do PIB							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Resultado Primário</b>	1,41	-0,40	-2,00	-2,50	-1,80	-1,70	-1,20
<b>Resultado Nominal</b>	-2,1	-4,70	-8,60	-7,60	-7,00	-6,20	-5,50
<b>Dívida Líquida do Setor Público</b>	30,5	32,6	35,6	46,2	51,6	52,8	54,7

Fonte: TCU. Elaboração própria. Disponível em: [portal.tcu.gov.br/contas/contas-do-governo-da-republica/](http://portal.tcu.gov.br/contas/contas-do-governo-da-republica/).

À luz desses dados torna-se possível afirmar que o OSS consiste em uma peça-chave no ajuste fiscal em curso no Brasil<sup>75</sup>, contrariando os preceitos constitucionais que vinculam seus recursos ao financiamento das políticas sociais. Nesse sentido, é que o aumento da alíquota da DRU é interpretado como uma contrapartida do Estado para atenuar a deterioração dos indicadores fiscais, na medida em que este quadro se tornava inconsistente com a solvência de médio/longo prazo da dívida pública, colocando em xeque um dos elementos fundamentais da regulação econômica.

A Tabela 8 apresenta a participação da DRU no resultado primário do governo federal no período de 2005 a 2013, a partir dos dados dispostos pela STN, nas bases do RREO, BGR e na série de “Estatísticas Fiscais”. De acordo com o levantamento, a DRU responde, em média, por significativos 65,92% do superávit primário verificado nesse período.

Dois períodos se destacam ao longo da série histórica, com a razão DRU/superávit primário atingindo níveis notadamente superiores à média registrada. O primeiro se refere ao ano de 2009, em que a DRU responde por expressivos 99,33% do superávit do período, apresentando um crescimento de 43,92% em relação a sua participação no ano de 2008. Esse crescimento pode ser justificado pela contração da atividade econômica registrada em 2009, como parte dos desdobramentos da crise financeira internacional<sup>76</sup>, e por seus impactos negativos sobre o nível da receita pública que pressionaram o resultado primário deste ano, fazendo com que superávit fosse praticamente nulo.

Segundo dados do IBGE (2011), o PIB brasileiro fechou o ano de 2009 com uma variação de - 0,2%, em termos reais, em relação ao ano anterior, após crescer 4,7%, em média, durante o período de 2004 a 2007 e se expandir 5,2% em 2008. No primeiro trimestre de 2009 a variação foi de -2,43 em relação ao primeiro trimestre de 2008. No segundo e no terceiro trimestre, as variações foram de -2,20 e -1,16, respectivamente, aos trimestres correspondentes de 2008. A recuperação só foi registrada no quarto trimestre, com uma variação de 4,3% relativa ao trimestre de 2008. Com efeito, o nível médio de

---

<sup>75</sup> O conjunto de políticas de austeridade implementadas no Brasil em 2015, para fazer frente a severa recessão econômica, demarca o início do ajuste fiscal em curso no país. De acordo com Rossi & Melo (2017, p.1), esse conjunto de medidas foi composto por: “i) um choque fiscal (com a queda das despesas públicas em termos reais), ii) um choque de preços administrados (em especial combustíveis e energia), iii) um choque cambial (com desvalorização de 50% da moeda brasileira em relação ao dólar ao longo de 2015) e iv) um choque monetário, com o aumento das taxas de juros para operações de crédito”.

<sup>76</sup> Na comparação trimestral, o Brasil registrou uma queda de 14,7 % no último trimestre de 2008 (IBGE, 2011).

receita corrente do governo central verificado no último trimestre de 2008 de R\$ 65,752 bilhões, em valores reais, só foi recuperado no último trimestre de 2009, atingindo a média de R\$ 75,746 bilhões, como reflexo da recuperação da atividade econômica verificada nesse período (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2023).

O segundo período diz respeito ao ano de 2013, em que a DRU responde pela vultosa participação de 83,33% no superávit primário, superior aos valores médios registrados e em 18,84% em relação ao ano de 2012. Essa disparidade pode ser explicada pela grande volatilidade do desempenho da atividade econômica nesse período, com o PIB registrando crescimento zero no primeiro trimestre, de 7,2% no segundo, de -2,0% no terceiro e de 0,7% no último (RIBEIRO *et al.*, 2013)<sup>77</sup>. Como resposta ao ciclo de desaceleração que se iniciava no terceiro trimestre, puxado pela contração dos investimentos<sup>78</sup>, a taxa Selic subiu 2,75% ao longo de 2013, passando de 7,25% em janeiro para 10,00% em dezembro. Nesse cenário, o crescimento da razão DRU/superávit primário pode ser interpretado como uma sinalização do compromisso do Estado com os “fundamentos macroeconômicos”, ao fazer frente aos impactos fiscais gerados pela desaceleração do crescimento, à exemplo do que ocorrera em 2009. Os recursos do OSS foram canalizados para sustentar a meta primária positiva, bem como os juros foram elevados para balizar as expectativas de incerteza dos agentes.

A expressiva participação da DRU no resultado primário, bem como sua sensibilidade em relação às flutuações nos níveis de atividade econômica e de receita pública, revelam como o OSS consiste em um dos mecanismos geradores de estabilidade do regime de acumulação financeira, especialmente nas conjunturas recessivas. Conforme visto pela Tabela 8, pela ação da DRU seus recursos têm colaborado historicamente aos propósitos de equilíbrio fiscal, que estão fora do escopo das suas finalidades constitucionais, sendo, inclusive, fundamentais para que o resultado primário se mantivesse superavitário nos anos de 2009 e 2013.

---

<sup>77</sup> A volatilidade no desempenho da atividade econômica é considerada em termos da variação trimestral em relação ao trimestre anterior.

<sup>78</sup> Segundo Rossi & Mello (2017), múltiplas causas estão associadas à desaceleração econômica registrada nesse período: “falhas na condução da política econômica, fatores políticos (desde as manifestações de 2013 até a incerteza eleitoral de 2014), fatores internacionais (com a perspectiva do *tapering* nos EUA e a rápida queda no preço das commodities em 2014) e fatores institucionais ou jurídicos (como o avanço da operação Lava Jato que afetou indiretamente setores estratégicos da economia brasileira, como petróleo e gás, construção civil e indústria naval). Foge ao escopo dessa dissertação discutir os determinantes da desaceleração do crescimento de maneira mais profunda, o que se pretende é somente subsidiar a reflexão sobre a sensibilidade da relação DRU/resultado primário ao movimento da economia doméstica.

**TABELA 8 – Participação da DRU no resultado primário do Governo Central (2005-2013) – Em R\$ milhões**

<b>ANO</b>	<b>Resultado Primário (a)</b>	<b>DRU (b)</b>	<b>% DRU no Resultado Primário (c) = (b/a)</b>
<b>2005</b>	134.984	82.100	60,82%
<b>2006</b>	121.265	84.130	69,38%
<b>2007</b>	137.646	92.178	66,97%
<b>2008</b>	160.325	88.829	55,41%
<b>2009</b>	84.922	84.354	99,33%
<b>2010</b>	158.782	94.388	59,45%
<b>2011</b>	175.656	96.459	54,91%
<b>2012</b>	153.941	99.278	64,49%
<b>2013</b>	123.569	102.966	83,33%
<b>MÉDIA</b>	<b>139.010</b>	<b>91.632</b>	<b>65,92%</b>

Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária da União (RREO) do Tesouro Nacional; Resultado Fiscal do Governo Central do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Nota: Valores deflacionados pelo IPCA de 2022.

A Tabela 9 evidencia a participação da DRU no gasto financeiro do governo federal entre os anos de 2005 a 2019, que responde, em média, por 7% do montante executado nesse período. Cabe destacar que sob a vigência da EC nº 93/2016 no período de 2016 a 2019, verifica-se um modesto aumento na participação média da DRU no gasto financeiro em relação à 2005-2015, que passa de 6% para 10%. No ano de 2016, a participação registrada é de 8%, atingindo 11% em 2017, que representa o maior registro da série, passando para 10% em 2018 e 9% em 2019.

**TABELA 9 – Participação da DRU no gasto financeiro do Governo Central de 2005 a 2019 – Em R\$ bilhões**

<b>ANO</b>	<b>DRU (a)</b>	<b>Gasto Financeiro (b)</b>	<b>% DRU no Gasto Financeiro (c) = (a/b)</b>
2005	82.100.328	1.631.653.317	5%
2006	84.130.054	1.612.948.017	5%
2007	92.178.069	1.460.399.972	6%
2008	88.828.912	1.254.168.520	7%
2009	84.354.541	1.381.709.455	6%
2010	94.388.294	1.295.017.162	7%
2011	96.458.331	1.353.324.598	7%
2012	99.277.938	1.363.827.641	7%
2013	102.966.197	1.230.183.541	8%
2014	96.232.759	1.571.574.791	6%
2015	88.184.390	1.399.726.301	6%
2016	125.042.706	1.536.654.332	8%
2017	145.022.875	1.304.237.091	11%
2018	139.383.570	1.354.725.065	10%
2019	113.675.589	1.277.103.552	9%
<b>MÉDIA ANUAL</b>	<b>102.148.304</b>	<b>1.401.816.890</b>	<b>7%</b>
<b>2005-2015</b>	<b>91.736.347</b>	<b>1.414.048.483</b>	<b>6%</b>
<b>2016-2019</b>	<b>130.781.185</b>	<b>1.368.180.010</b>	<b>10%</b>

Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária da União (RREO) do Tesouro Nacional; BRASIL, Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária da União. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Elaboração própria.

Nota: Valores deflacionados pelo IPCA de 2022.

As tendências identificadas nas diretrizes de alocação das despesas públicas, sinalizam que a intervenção do Estado brasileiro no processo econômico é extremamente favorável a acumulação financeira, estabelecendo as condições orçamentárias necessárias para seu ciclo de reprodução e re-valorização em torno do endividamento público, aparelhando a política fiscal em torno desse objetivo. A DRU tem estabelecido uma relação de complementariedade com a política fiscal que é moldada de acordo com as oscilações do ciclo econômico. Entre os anos de 2005 a 2013, período de estabilidade econômica, a evidência desse suporte está na expressiva participação da DRU na geração do superávit primário federal. Com o ciclo de crise econômica e deterioração fiscal iniciado em 2014, esse suporte passa a ser visualizado em dois eixos principais: i) no crescimento acelerado da taxa de desvinculação das receitas do OSS, que passa de 9% em 2015, para 13% em 2016, atingindo 14% em 2017, o maior nível da série analisada;

e ii) pelo aumento da razão DRU/gasto financeiro, que cresce em conformidade com o aumento da desvinculação.

É dessa forma que as políticas sociais têm sido oneradas no conflito orçamentário pelos recursos da União, no qual o capital financeiro se torna o grande beneficiário, pois a DRU afeta negativamente o quadro financeiro desse sistema, até mesmo nos resultados oficiais divulgados pelo governo. Na seção a seguir, os impactos da incidência da DRU sobre o OSS serão visualizados a partir da metodologia estritamente constitucional adotada pela ANFIP.

### **3.5 – Os diferenciais de cálculo do resultado da Seguridade: o cálculo oficial e o cálculo constitucional**

A evidência de que os recursos da Seguridade são utilizados para os fins de consolidação fiscal do tripé macroeconômico, também é corroborada por outras metodologias de apuração deste orçamento que divergem da metodologia adotada pelos órgãos oficiais. Esse é o caso do modelo de apuração da ANFIP, endossado por parte da literatura pertinente (GENTIL, 2006; SALVADOR, 2017; FAGANNAI & VAZ, 2013), que apresenta o resultado do OSS conforme os ditames da Constituição, baseando-se nas determinações dos Artigos 194 a 204, que detalham as receitas e as despesas a serem cobertas por seu financiamento.

De acordo com a ANFIP (2019), a metodologia de cálculo dos resultados da Seguridade divulgados pelo Tesouro Nacional concentra distorções dos preceitos constitucionais de gestão desse orçamento, vistas tanto do lado das receitas quanto das despesas. Pelas receitas, promovem duas operações de subtração de valores. A primeira delas – e também a mais expressiva em termos de impacto financeiro –, corresponde à DRU, que como visto, promove a transferência de recursos que deixam de constar no OSS e passam a ser alocados no orçamento fiscal. Já a segunda operação, trata-se de um conjunto de receitas da Seguridade que não são reconhecidas pelo cálculo do governo e, portanto, deixam de integrar o OSS. Nesse grupo estão inclusas as receitas próprias dos órgãos e entidades vinculados à seguridade, inclusive as resultantes de aplicações financeiras; as compensações pela desoneração da folha de pagamentos do RGPS; bem

como a parcela dos recursos do PIS/PASEP destinada as aplicações financeiras da Seguridade no BNDES (ANFIP, 2019)<sup>79</sup>.

Segundo dados da ANFIP (2019), em 2019 a parcela desconsiderada das receitas financeiras do FAT foi de R\$ 18,092 bilhões, em valores correntes, enquanto a parcela do PIS/PASEP destinada ao BNDES foi de R\$ 25,901 bilhões, totalizando R\$ 43,993 bilhões. Adicionalmente, em 2019 também foram subtraídos das receitas do OSS R\$ 3,2 bilhões de recursos próprios relativos aos diversos órgãos que integram esse sistema. O conjunto das receitas “desconhecidas” no cálculo do governo totalizou R\$ 49,814 bilhões em 2019, que somadas à parcela desvinculada pela DRU, de R\$ 116,577, representam R\$ 166.391 bilhões que deixaram de ser aplicados nas políticas sociais, conforme mostra a Tabela 10. Nota-se que nesta metodologia de apuração constitucional, a DRU também figura como o principal instrumento de fragilização das receitas do OSS, pois corresponde a parcela mais expressiva no montante das despesas desconsideradas.

**TABELA 10 – Receitas da Seguridade Social desconsideradas pelo cálculo constitucional – Em R\$ milhões**

	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Receitas Desvinculadas pela DRU</b>	32.496	45.860	61.667	99.221	113.309	120.107	116.577
<b>Receitas financeiras do FAT</b>	9.327	10.212	13.514	19.200	17.580	18.091	18.092
<b>Contrapartida do Orçamento Fiscal – EPU</b>	1.052	1.535	2.226	1.976	2.047	2.029	2.247
<b>Outras receitas próprias de natureza financeira</b>	607	176	635	933	401	361	361
<b>Outras receitas próprias de natureza não-financeira</b>	1.576	3.294	2.066	2.008	2.183	3.214	3.214
<b>Compensações da desoneração da folha não repassadas</b>	-	-	2.281	-	-	-	-
<b>Parcela do PIS/PASEP destinada ao BNDES</b>	8.833	16.149	16.929	21.558	24.897	26.450	25.901
<b>SOMA</b>	<b>53.891</b>	<b>77.226</b>	<b>99.318</b>	<b>144.896</b>	<b>160.417</b>	<b>170.252</b>	<b>166.392</b>

Fonte: ANFIP (2019). Dados: Portal Siga Brasil.

Nota: Os dados estão representados em valores correntes. Por essa razão, os valores referentes à DRU diferem ligeiramente dos valores apresentados pela Tabela 9, que é deflacionada pelo IPCA-2022.

<sup>79</sup> Dentre o conjunto de receitas não consideradas, a parcela dos recursos do PIS/PASEP destinada ao BNDES representa o montante mais expressivo. Neste caso, essa receita é vinculada pela Constituição ao financiamento do programa de Seguro Desemprego, no FAT, determinando ainda que 40% desse montante seja aplicado no BNDES em programas de fomento às empresas voltados para geração de emprego. No entanto, conforme aponta ANFIP (2019), o cálculo oficial desconsidera esta parcela de 40% da contribuição investida no BNDES como recurso do FAT, bem como os rendimentos recebidos relativos à esta aplicação. O governo contabiliza essa aplicação e seu saldo financeiro como se fossem do Tesouro Nacional, quando esses recursos permanecem como patrimônio do Fundo e, constitucionalmente, devem integrar o OSS pois se tratam de recursos provenientes da contribuição social do PIS/PASEP (ANFIP, 2019, p.46).

Em relação às distorções no campo das despesas, a ANFIP (2019) aponta que o OSS está inflado com despesas que pertencem ao orçamento fiscal, sendo a inclusão das despesas do Regime Próprio da Previdência Social (RPPS) a mais grave destas. Isso ocorre porque o governo federal contabiliza no montante das despesas previdenciárias, tanto na LOA quanto nos resultados do STN, os dois regimes: o RGPS, destinado aos trabalhadores da iniciativa privada, e o RPPS que concentra o grupo das despesas com aposentadorias dos servidores federais e dos militares. Como o Artigo 195 da Constituição Federal determina que a proteção previdenciária contemplada pela Seguridade esteja organizada sob a forma de regime geral, que possui natureza contributiva e universal, o RGPS é a única despesa previdenciária computada no resultado da seguridade pelo modelo da ANFIP<sup>80</sup>. Além disso, outras despesas estranhas ao ordenamento constitucional são inclusas nas despesas da Previdência pelo cálculo oficial, sendo estas: i) despesas de Assistência Social ao Servidor, que se referem as despesas dos planos de saúde e auxílio alimentação dos servidores públicos; ii) despesas com Assistência ao Militar, relativas aos serviços de saúde prestados pelos hospitais militares e convênios diversos; iii) despesas dos inativos e pensionistas de servidores; e iv) despesas com policiais militares pagas pelo Fundo Constitucional do Distrito Federal.

Conforme apontam os dados da ANFIP (2019), o conjunto das despesas dos regimes próprios dos servidores e militares é historicamente superior ao nível dessas receitas, que em 2019 somaram R\$ 35.984 bilhões, enquanto as despesas foram de R\$ 128.229 bilhões, em valores correntes. Ou seja, somente essa distorção de despesa imputou um déficit de R\$ 92.245 bilhões no resultado do OSS deste ano, conforme mostra a Tabela 11, disposta abaixo.

---

<sup>80</sup> Gentil (2006, p.49) argumenta que o RPPS dos servidores federais deve ser excluído do cálculo, pois se trata de um sistema estruturado entre a administração pública e seus funcionários à título contratual, financiado por contribuições específicas dos seus beneficiários (Contribuição ao Plano de Seguridade Social do Servidor) e pela contribuição patronal da União (efetuada por meio de repasses do orçamento fiscal), que são estranhas às previsões orçamentárias delimitadas pela Constituição. Por sua vez, o “regime de previdência” dos militares, não possui natureza contributiva para o benefício das aposentadorias, existindo apenas contribuições para o Regime de Pensões. Como bem explica ANFIP (2019, p.47), o pagamento dessas aposentadorias é considerado “um ônus público, não tem natureza previdenciária propriamente dita”, logo, este regime não está sujeito às regras de equilíbrio financeiro-atuarial, tampouco a diferença entre suas receitas e despesas configura-se como resultado previdenciário

**TABELA 11 – Despesas estranhas ao conceito constitucional da Seguridade incluídas no cálculo federal - Em R\$ milhões**

<b>RPPS E REGIME MILITAR</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>CONTRIBUIÇÕES DO RPPS E PENSÕES</b>							
Contribuição RPPS – Ativos	3.199	6.485	8.954	9.269	10.040	9.750	9.962
Contribuição RPPS - Inativos e pensionistas	990	2.087	2.970	3.172	3.592	3.725	3.737
Contribuição RPPS - Juros e multas	-	1	4	5	-	-	-
Contribuição patronal RPPS	6.398	12.971	17.909	18.538	20.080	19.500	19.924
<b>SOMA RPPS</b>	<b>10.587</b>	<b>21.544</b>	<b>29.837</b>	<b>30.984</b>	<b>33.712</b>	<b>32.975</b>	<b>33.623</b>
Contribuição para Pensões Militares	849	1.495	2.120	2.874	2.173	2.691	2.361
<b>Total das contribuições dos regimes próprios de servidores e pensões militares</b>	<b>11.436</b>	<b>23.039</b>	<b>31.957</b>	<b>33.858</b>	<b>35.885</b>	<b>35.666</b>	<b>35.984</b>
<b>DESPESAS DO RPPS E DO REGIME MILITAR (b)</b>							
EPU - poderes e civis	26.559	47.044	65.930	69.462	77.790	83.175	88.214
EPU – Militares	14.303	24.797	35.157	17.336	19.125	20.570	22.028
EPU – Transferências	1.675	11.153	4.771	2.989	3.476	2.011	2.354
Outras transferências DF e ex-territórios	26	78	235	254	4.591	3.299	4.280
<b>Total das despesas do RPPS e militares</b>	<b>42.563</b>	<b>83.072</b>	<b>106.093</b>	<b>90.041</b>	<b>104.982</b>	<b>109.055</b>	<b>116.876</b>
<b>PROGRAMAÇÕES ESTRANHAS INCLUSAS NO RPPS (c)</b>							
Assistência ao servidor	720	1.529	5.181	8.114	6.143	6.706	7.023
Assistência ao militar	701	1.485	2.512	2.675	2.895	3.224	3.224
Outras programas estranhas	3.196	26	21	39	482	457	1.106
<b>Total das programações estranhas</b>	<b>4.617</b>	<b>3.040</b>	<b>7.714</b>	<b>10.828</b>	<b>9.520</b>	<b>10.387</b>	<b>11.353</b>
<b>Total das Despesas</b>	<b>-47.180</b>	<b>-86.112</b>	<b>-113.807</b>	<b>-100.869</b>	<b>-114.502</b>	<b>-119.442</b>	<b>-128.229</b>
<b>SALDO (d) = [a + (b - c)]</b>	<b>-35.744</b>	<b>-63.073</b>	<b>-81.850</b>	<b>-67.011</b>	<b>-78.617</b>	<b>-83.776</b>	<b>-92.245</b>

Fonte: ANFIP (2019). Elaboração própria. Nota: dados em valores correntes.

O desfecho das divergências contábeis entre os cálculos do governo e o da ANIP é o seguinte: enquanto nos resultados oficiais a Seguridade Social é deficitária desde 2009 (conforme visto pela Tabela 6), os resultados divulgados pela ANFIP revelam que entre 2005 a 2015 este sistema acumulou sucessivos superávits, em valores médios de R\$ 28,6 bilhões, conforme mostra a Tabela 12 à seguir.

**TABELA 12 – Resultado do OSS pela metodologia da ANFIP – Em R\$ milhões**

ANO	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
<b>RECEITAS REALIZADAS</b>							
<b>1.Receitas de contribuições sociais</b>	<b>227.045</b>	<b>441.266</b>	<b>663.169</b>	<b>689.454</b>	<b>753.343</b>	<b>792.241</b>	<b>801.893</b>
Receita Previdenciária	108.434	211.968	354.833	358.137	374.785	391.182	413.331
Arrecadação Previdenciária	108.434	211.968	352.553	358.137	374.785	391.182	413.331
Compensações não repassadas	-	-	2.281	-	-	-	-
Cofins	89.597	140.023	200.926	204.679	235.759	251.466	238.696
CSLL	26.232	45.754	59.665	68.143	75.651	78.548	82.019
PIS/PASEP	22.083	40.372	42.322	53.895	62.243	66.125	64.752
CPMF	29.120	-	-	-	-	-	-
Outras contribuições	1.578	3.148	5.423	4.905	4.905	4.919	3.185
<b>2. Receitas de entidades da Seguridade</b>	<b>11.220</b>	<b>14.607</b>	<b>20.853</b>	<b>27.611</b>	<b>24.904</b>	<b>26.643</b>	<b>26.735</b>
<b>3. Contrapartida da EPU do Orçamento Fiscal</b>	<b>1.052</b>	<b>1.307</b>	<b>2.226</b>	<b>1.976</b>	<b>2.047</b>	<b>2.029</b>	<b>2.247</b>
<b>TOTAL DAS RECEITAS</b>	<b>289.317</b>	<b>457.180</b>	<b>686.248</b>	<b>719.041</b>	<b>780.294</b>	<b>820.913</b>	<b>830.875</b>
<b>DESPESAS REALIZADAS</b>							
1. Benefícios Previdenciários	146.010	254.859	436.087	507.871	557.235	586.379	626.510
Compensações previdenciárias	-	1.325	1.753	2.339	2.307	2.924	3.360
2. Benefícios Assistenciais	9.335	22.234	41.798	47.970	53.148	55.160	58.656
3. Bolsa Família e outras transferências	6.769	13.493	26.921	27.492	27.784	29.426	32.615
4. EPU - Benefícios de Legislação Especial	1.052	1.535	2.226	1.976	2.047	2.029	2.247
5. Saúde: despesas do MS	34.517	61.193	100.837	107.117	116.366	119.695	125.093
6. Assistência Social: despesas do MDS	1.716	3.992	5.388	5.318	9.813	10.472	9.791
7. Previdência Social: despesas do MPS	3.404	5.759	7.303	7.702	2.503	2.339	2.385
8. Outras ações da Seguridade Social	2.454	7.584	11.655	12.009	13.617	14.622	14.511
9. Benefícios do FAT	11.378	29.204	48.180	55.704	54.236	53.627	54.912
10. Outras ações do FAT	543	551	506	551	561	542	468
<b>TOTAL DAS DESPESAS</b>	<b>217.178</b>	<b>401.729</b>	<b>682.654</b>	<b>776.049</b>	<b>839.617</b>	<b>877.215</b>	<b>930.548</b>
<b>RESULTADO DO OSS</b>	<b>72.139</b>	<b>55.451</b>	<b>3.594</b>	<b>-57.008</b>	<b>-59.323</b>	<b>-56.302</b>	<b>-99.673</b>

Fonte: Anfip (2019). Elaboração própria. Em valores correntes.

Nota: essa tabela sintetiza a evolução do resultado do OSS de 2005 a 2019, em que o resultado superavitário médio entre 2005-2015 foi de R\$28,6 bilhões.

Nessa metodologia, o déficit do OSS é registrado somente a partir de 2016, momento em que as receitas das contribuições sociais foram negativamente impactadas por força da recessão econômica que produziu o aumento dos níveis de desemprego e da informalidade. Segundo as estimativas da ANFIP (2019), entre os anos de 2015 a 2019, as receitas das contribuições sociais acumularam uma queda de 7,3%, em termos reais, face à variação de - 3,6 do PIB registrada nesse período. Apenas no biênio de 2015-16, a queda acumulada da arrecadação do OSS foi de R\$ 110,780 bilhões de reais, cerca de -

13% em relação ao montante de 2014. A contribuição previdenciária foi a mais afetada, representando 58,59% (R\$ 64.910 bilhões) da contração total verificada nesse período, seguido pela COFINS que responde por 29,71% (R\$ 32.918 bilhões). Os anos de 2017 e 2018 denotam uma ligeira recuperação em relação ao período anterior, com as receitas das contribuições registrando crescimento de 6% (R\$ 42.782 bilhões) e de 2% (R\$ 19.538 bilhões), respectivamente, como reflexo do lento crescimento de 1,32% do PIB registrado em ambos os anos. Já no ano de 2019, verifica-se uma nova contração de -2% nas receitas das contribuições sociais, da ordem de R\$ 24,211 bilhões, como reflexo do resultado anual de 1,14% do PIB, abaixo do desempenho anterior. É importante destacar que o conjunto da arrecadação ainda permanece inferior ao nível de 2013 que antecede a crise, tendo em vista que a atividade econômica não recuperou o desempenho verificado nesse período. A variação de receita de 2019 em relação a 2013 foi de -9%, inferior em R\$75.593 bilhões.

Portanto, pela ótica constitucional da ANFIP o déficit da Seguridade possui uma natureza conjuntural, uma vez que, mesmo com a fragilização financeira promovida pelas distorções de receitas e despesas, o sistema se manteve superavitário até 2016. Estes superávits foram historicamente canalizados pela DRU para dar cobertura ao orçamento fiscal e aos resultados primários do governo, quando poderiam ter sido utilizados para fortalecer o financiamento das políticas de saúde ou para ampliação dos direitos sociais, promovendo maiores reajustes nos benefícios da previdência e da assistência social.

É importante destacar que o período de 2016-2019, no qual seu orçamento é negativamente impactado pela crise econômica, também coincide com o momento de majoração da alíquota da DRU. Nesse cenário, mesmo diante da contração acumulada de 13% das receitas das contribuições sociais em 2015 e 2016, o governo optou por aprofundar o desvio dos seus recursos, utilizando-os para minorar a deterioração do quadro fiscal do Estado, fazendo com que o OSS fosse duplamente fragilizado nesse período. Essa constatação vai ao encontro das evidências reportadas anteriormente, de que OSS têm atuado como um dos pilares da financeirização do Estado, assegurando a viabilidade do tripé, haja visto o aumento médio da participação da DRU no gasto financeiro registrado entre 2016-2019.

Também deve-se considerar que no bojo das medidas de ajuste fiscal implementadas nesse período, o OSS passou a ser impactado pela Emenda Constitucional

nº 95/2016 (EC 95), que estabelece um novo regime fiscal para as despesas primárias da União. A nova regra restringe o crescimento real dessas despesas até o ano de 2036, cujos valores executados anualmente passam a ser definidos com base na despesa do exercício fiscal anterior, sendo corrigidos apenas pela variação do IPCA<sup>81</sup>. No entanto, como apontam Resende & Dweck (2022), o teto de gastos instituído possui uma natureza “deslizante”, na medida em que algumas despesas obrigatórias permanecerão em crescimento, como é o caso das despesas previdenciárias que estão vinculadas a questões demográficas, fazendo com que as demais despesas primárias sejam comprimidas, em termos reais, no longo prazo.

Por essa razão, Moretti *et al.* (2022) argumentam que a EC 95 implica em uma redução estrutural do Estado e dos serviços públicos em relação ao tamanho da economia, pois a regra do teto impede que o crescimento da receita pública possa financiar despesas primárias adicionais, esvaziando o componente anticíclico da política fiscal. Mais do que isso, os autores argumentam que a medida funciona como um “indutor de reformas que, em última instância, reduziriam as despesas obrigatórias” (MORETTI *et al.*, 2022, p.6) diante dos limites para uma redução adicional das despesas discricionárias, fazendo com que o debate sobre a solvência do setor público tenda a se concentrar na redução dos direitos sociais. É justamente nesse contexto que a aprovação da reforma da previdência pela EC nº 103/2019 está inserida, promotora de importantes alterações nas regras para concessão dos benefícios, aumentando as alíquotas, a idade mínima e o tempo de contribuição para as aposentadorias<sup>82</sup>.

Em termos dos impactos sobre as políticas da Seguridade, estima-se que entre os anos de 2016 e 2019, o teto de gastos tenha ocasionado perdas de 24% nas despesas discricionárias da Assistência Social, que reduziram de R\$ 6,39 bilhões para R\$ 4,83 bilhões neste período (RESENDE & DWECK, 2022). Em relação à Saúde, a vigência desta regra implica na criação de um novo mínimo constitucional para essas despesas, congelando-o à aplicação de 15% da receita corrente líquida (RCL) da União de 2017, que consiste no valor mínimo a ser atualizado anualmente pelo IPCA<sup>83</sup>. Segundo dados

---

<sup>81</sup> Em outros termos, limitar o crescimento das despesas ao IPCA significa que elas serão reduzida na medida em que o PIB apresente algum crescimento real.

<sup>82</sup> Para uma análise mais profunda sobre a Reforma da Previdência instituída pela EC nº 103/2019, ver Gentil (2020) e Anfip (2019).

<sup>83</sup> Por determinação do Artigo 198 da Constitucional, a aplicação mínima para os gastos destinados à Saúde, em ações e serviços públicos de Saúde (ASPS), é de 15% da RCL da União. O teto de gastos promove uma alteração concreta desse mínimo constitucional por não permitir que as despesas do setor acompanhem o crescimento econômico e da RCL.

da ANFIP (2019), entre 2016 e 2019, as despesas da saúde foram reduzidas de 15,8% para 13,5% da RCL, o que implicou em uma redução dos valores reais *per capita* executados pelo governo federal, de R\$ 594 para R\$ 582. Apenas entre os anos de 2018 e 2019, registra-se a perda acumulada de R\$ 17,6 bilhões de recursos para o SUS, considerando o valor mínimo constitucional ajustado pelo crescimento da RCL registrado nesse período<sup>84</sup>. A Previdência Social foi a única política da Seguridade que apresentou crescimento dos seus recursos de 18% entre 2016 e 2019 que, por sua vez, está associado aos reajustes anuais do salário-mínimo e não a ampliação do número de beneficiários.

Como bem destaca Bruno (2021), a EC 95 é um subproduto da intrusão dos interesses da alta finança no Estado brasileiro, que limita os gastos sociais e o investimento público, enquanto deixa as despesas financeiras com os juros da dívida pública fora de qualquer teto. Essas evidências sinalizam a forma como o processo orçamentário da União está subordinado à esses interesses, ameaçando a garantia e até mesmo a expansão das políticas sociais, ao passo que, a política fiscal é reduzida a um instrumento de geração de caixa para União, com o objetivo finalístico de garantir a continuidade do ciclo de acumulação financeira via dívida pública.

---

<sup>84</sup> Na ausência do teto de gastos, os valores executados na saúde em 2018 e 2019 somariam R\$ 256,65 bilhões, acompanhando a RCL acumulada neste período de R\$ 1,711 trilhão, em valores correntes de 2019 (ANFIP, 2019).

## CONCLUSÃO

Essa dissertação teve como objetivo analisar em que medida o processo de desfinanciamento da Seguridade Social é determinado pela macroestrutura de financeirização da economia brasileira. Dessa forma, buscou-se compreender o desfinanciamento em seu sentido profundo, isto é, como resultado do movimento de acumulação capitalista, mobilizando o instrumental da Teoria Regulacionista para explorar as relações estruturais entre o regime financeirizado, a política macroeconômica e o orçamento público. Como vimos, a financeirização pressupõe uma configuração institucional que estimule e generalize a lógica de valorização dos capitais pelos canais financeiros, em detrimento dos demais canais produtivos. Nesse sentido, considera-se que o Estado teve um papel ativo no crescimento das finanças, impulsionando o modo de regulação neoliberal inerente a este regime, aparelhando a política econômica aos imperativos de revalorização dos instrumentos financeiros e de sustentabilidade da dívida pública. É justamente em razão desta mudança dos papéis do Estado na economia que as condições de financiamento dos sistemas de proteção social são impactadas, já que a política orçamentária é subordinada à gestão macroeconômica.

No Brasil, o tripé macroeconômico representa o principal instrumento de validação da coerência do regime de financeirização por juros que, por sua vez, está fortemente associado à sua forma de inserção subordinada no circuito internacional dos capitais. Conforme visto, as economias periféricas possuem uma margem de manobra reduzida para condução de suas políticas, que são moldadas para compatibilizar o processo de acumulação interno com às restrições de ordem externa, condição que pode ser visualizada em dois eixos: i) na fixação de taxas de juros reais elevadas, para compensar seu menor prêmio de liquidez e para controle do nível dos preços; e ii) na orientação austera da política fiscal, que se torna um requisito de credibilidade da política econômica, ao assegurar o espaço orçamentário necessário para efetivação das despesas da dívida pública.

Com a consolidação do tripé em 1999, a dominância monetária foi institucionalizada pelo Estado na gestão macroeconômica e, por efeito, na política orçamentária. Em termos concretos, esse arranjo legitima tecnicamente a política de juros altos e as medidas de contenção fiscal, mantendo o orçamento e, especificamente, a distribuição do gasto público à serviço do ciclo de valorização dos capitais investidos na

dívida pública. As evidências apontadas comprovam este argumento, tendo em vista a histórica correlação positiva entre o crescimento dos ativos financeiros não-monetários e a evolução da taxa Selic (LAVINAS *et al.*, 2017); bem como a expressiva participação dos ativos da dívida pública neste estoque de riqueza financeira, da ordem de 48,65%, em média, para os anos 1999 a 2021 (BRUNO, 2021). Por isso, argumenta-se que, para além dos seus objetivos de estabilidade preço, o tripé representa o CI do Estado brasileiro com a agenda das finanças, isto é, representa uma expressão institucional do poder político das finanças, que se torna crescente em função do seu protagonismo econômico. A política monetária restritiva garante a alta rentabilidade real dos capitais financeiros, utilizando a política fiscal para reforçar esse objetivo, sinalizando a perda de autonomia das políticas governamentais.

Com isso, identificamos que a DRU corresponde a uma extensão do CI estabelecido pelo regime econômico do tripé à dinâmica orçamentária federal, portanto, representa o poder político derivado da dominância monetária que estrutura esse arranjo. A DRU se constitui historicamente como um mecanismo de suporte da política fiscal, reforçando seu papel subsidiário em relação à política monetária, no que diz respeito a minimizar as pressões orçamentárias geradas pelas altas taxas de juros e o controle dos indicadores de endividamento público. Em outros termos, a DRU representa o compromisso permanente do Estado com a solvência do setor público e o cumprimento das despesas financeiras. Por essa ótica, verificamos que os recursos do OSS se tornam funcionais para estabilidade do regime de política econômica.

A relação de complementaridade da DRU com a política fiscal tem se adequado às flutuações do ciclo econômico e do nível de receita pública. De acordo com as evidências levantadas, sintetizamos essa relação em dois períodos: i) o período de estabilidade do tripé e de crescimento econômico, que demarca os anos de 2005 a 2013, momento em que a DRU participou ativamente na formação do superávit primário do governo federal, sendo fundamental para que o resultado se mantivesse positivo nos anos de desaceleração de 2009 e 2013; e ii) no período de crise e instabilidade do tripé de 2016 a 2019, momento em que a dinâmica de produção de superávits primários para funcionar e a DRU passa a ser um dos componentes do arrocho fiscal. Nesse cenário, o suporte da DRU é utilizado para mitigar a deterioração das contas públicas, haja visto o aumento da sua taxa de desvinculação no OSS e o aumento da sua participação no gasto financeiro do governo federal.

Sendo assim, concluímos que o OSS tem colaborado historicamente com a progressão do regime financeiro no Brasil, enquanto seus recursos poderiam ser canalizados para o fortalecimento das políticas de saúde e para ampliação dos benefícios sociais, como determina a Constituição. A DRU e a atual configuração econômica, tem intermediado o conflito distributivo dos recursos federais de forma favorável ao capital financeiro, pois o processo orçamentário também é um campo de escolhas políticas. As diretrizes de alocação dos recursos públicos são um reflexo da natureza da intervenção do Estado no processo econômico, refletindo as opções de política econômica e os resultados concretos da luta de classe. O fato de a maior parcela do orçamento ser destinada às despesas da dívida pública sinaliza, portanto, como o Estado brasileiro atua em conformidade com a lógica rentista de acumulação. A consolidação dessa macroeconomia pró-mercado financeiro, restringe a capacidade orçamentária do Estado de provisão de políticas públicas, sendo, em essência, cerceadora dos avanços nos direitos sociais. No entanto, a expressiva carga fiscal das despesas financeiras é (convenientemente) desconsiderada pelas políticas de ajuste, que permanecem concentradas nas despesas primárias. A reversão dessa estrutura econômica perpassa pela luta política e social da classe trabalhadora em defesa dos direitos assegurados pela Constituição, uma vez que, a lógica de acumulação financeira se mostra incompatível com qualquer projeto de desenvolvimento com justiça social.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. A theory of capitalist regulation: the US experience. 1a. ed. Londres: Verso, 1979.

ANDERSON, P. Balanço do neoliberalismo. In: SADER, E.; GENTILI, P. Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995. Introdução, p. 9–23

ARAÚJO, O.S. (2004). A reforma da previdência social brasileira no contexto das reformas do Estado: 1988 a 1998. Natal, EDUFRN-Editora da UFRN, 2004.

ARESTIS *et al.* Nova Política Monetária: Uma análise do Regime de Metas de Inflação no Brasil. In: Economia e Sociedade, v. 18, n. 1 (35). Campinas: Abril, 2009.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS AUDITORES FISCAIS DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL (ANFIP). Análise da seguridade social em 2019. Brasília, Fundação ANFIP, 2020.

AVERBUG, A; GIAMBIAGI, F. A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Texto para Discussão n. 77. Rio de Janeiro, RJ, 2000.

BECKER *et al.* “Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective”. *Competition & Change*, v. 14, n. 3–4, 2010.

BELUZZO, L. G. Os emergentes e a globalização financeira. In: LASTRES, Helena; CASSIOLATO, José Eduardo; LAPLANE, Gabriela; SARTI, Fernando (Orgs.). O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho. Campinas: UNICAMP, 2016. cap. 3, p. 61–78.

BONIZZI *et al.* Subordinate financialization in emerging capitalist economies. *Greenwich Papers in Political Economy*, p. 1-16, 2019.

BOSCHETTI, I.S. & SALVADOR, E. Orçamento da seguridade social e política econômica: perversa alquimia. *Serviço Social & Sociedade*, São Paulo, v. 87, p. 25-57, 2006.

BOTELHO *et al.* Custeio da seguridade social no Brasil e no Estado de bem-estar social. *Revista de Ciências Sociais Unisinos*. v. 57, n.3. 2021.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111–145, 2000.

\_\_\_\_\_. Teoria da regulação: os fundamentos. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.

BRAGA *et al.* For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. esp., p. 829-856, dez. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Acompanhamento de Execução Orçamentária. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento>. Acessado em: 25 de agosto de 2023.

\_\_\_\_\_. Constituição Federal 1988, artigo 194. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm). Acessado em: 26 de jul. 2022.

\_\_\_\_\_. Emenda Constitucional de Revisão nº 3, de 7 de junho de 1994. Altera a alínea "c" do inciso I, a alínea "b" do inciso II, o § 1º e o inciso II do § 4º do art. 12 da Constituição Federal. Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/emendas/ecr/ecr3.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/ecr/ecr3.htm). Acesso em: 13 dez 2023.

\_\_\_\_\_. Emenda Constitucional nº 93, de 8 de setembro de 2016. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias para prorrogar a desvinculação de receitas da União e estabelecer a desvinculação de receitas dos Estados, Distrito Federal e Municípios. Presidência da República, Brasília, set. 2016. Disponível em: . Acesso em: 13 set. 2016.

\_\_\_\_\_. SENADO FEDERAL. Entenda o assunto: DRU. Senado Federal do Brasil, 2015. Disponível em: Acesso em: 3 mar. 2020.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Contas da União. Política Fiscal e Dívida Pública. Disponível em: <portal.tcu.gov.br/contas/contas-do-governo-da-republica/>. Acesso em: 10 de janeiro de 2024.

\_\_\_\_\_. Congresso Nacional. Glossário de Termos Orçamentários. Disponível em: [https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamentario/-/orcamentario/termo/grupo\\_de\\_natureza\\_de\\_despesa\\_gnd](https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamentario/-/orcamentario/termo/grupo_de_natureza_de_despesa_gnd). Acesso em: 27 de janeiro de 2024.

BRESSER-PEREIRA *et al.* Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil. Texto para discussão. Texto para Discussão n. 22, Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro. 2019

BRUNO, M & MARQUES-PEREIRA, J. Institucionalidade e política econômica no Brasil: uma análise das contradições do atual regime de crescimento pós-liberalização. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 26). Disponível em <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/28141>, acesso em 13/07/2022.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. 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.

\_\_\_\_\_. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: CAFFÉ, A. R. D. (Ed.). População, espaço e sustentabilidade. 1. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. p. 35–61.

BRUNO, M.; GENTIL, D. Financialized growth regime and capital accumulation in Brazil: geopolitical and institutional factors of the recent collapse and beyond. *Revue de La Régulation – Capitalisme, institutions, pouvoirs, Association Recherche et Régulation*. vol. 33, 2022.

BRUNO *et al.* Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e conseqüências macroeconômicas. In: XIV ENEP. SEP. São Paulo, jun. 2009.

\_\_\_\_\_. Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil. Rio de Janeiro, 2005. Tese (Doutorado) Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. A financeirização como limite estrutural ao desenvolvimento brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos. In: MARQUES, Rudinei e CARDOSO, José Celso Jr. (org). *Dominância financeira e privatização das finanças públicas no Brasil*. Brasília, DF: FONCATE, Caderno 25, 2021.

\_\_\_\_\_. *Economia Brasileira no Segundo Governo Lula (2007-2010): formas institucionais fundamentais, política econômica e regime de crescimento*. Texto para discussão n. 338. Niterói, RJ. 2018. Economia, Universidade Federal Fluminense, Niterói, RJ. 2018.

CASTELLANO, N. *Brasil: Proteção Social pelo Endividamento?* Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas e Estratégias de Desenvolvimento), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

CASTRO *et al.* *A Reforma Tributária Necessária. Justiça fiscal é possível: subsídios para o debate democrático sobre o novo desenho da tributação brasileira (Documento Completo)*. Eduardo Fagnani (org.). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, p. 173 a 211, 2018.

CLARKE, S. The crisis of fordism and the crisis of capitalism. *Telos*, n. 83, p. 71-98, 1990.

COUTINHO, L.; BELUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, SP, v. 7, n. 2, p. 137–150, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643156>. Acesso em: 27 jan. 2024.

DIAS, F. A. C. *Desvinculação de Receitas da União, ainda é necessária?* Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado, out. 2011. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-deestudos/textos-para-discussao/td-103-desvinculacao-de-receitas-da-uniao-aindanecessaria>. Acesso em: 07 nov. 2023.

DE CONTI *et al.* A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas. p. 341- 371.3. 2014.

ESCOLA NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA (ENAP). Orçamento Público – Conceitos Básicos. Módulo 4: Classificações Orçamentárias. Brasília, DF, set. de 2014.

ESPING-ANDERSEN, G. As três economias políticas do welfare state. Lua Nova, São Paulo, n. 24, set. 1991.

FAGNANI, E. “Austeridade e seguridade: a destruição do marco civilizatório brasileiro”. In: ROSSI, Pedro *et al.* Economia para poucos: impactos sociais da austeridade e alternativas para o Brasil. São Paulo, Autonomia Literária, pp. 57-82, 2018.

\_\_\_\_\_. O fim do breve ciclo da cidadania social no Brasil (1988-2015). Texto para discussão n. 308. IE/UNICAMP. Campinas, SP. 2017.

FAGNANI *et al.* Reforma tributária e financiamento da política social. In: A Reforma Tributária Necessária: diagnóstico e premissas / Eduardo Fagnani (organizador). Brasília: ANFIP: FENAFISCO: São Paulo: Plataforma Política Social, 2018.

FAGNANI, E.; VAZ, F.T. Seguridade social, direitos constitucionais e desenvolvimento In: FONSECA, Ana e FAGNANI Eduardo (orgs.) (2013). Políticas sociais, desenvolvimento e cidadania – Educação, seguridade social, pobreza, infraestrutura urbana e transição demográfica; v. 2. PP.93-116. São Paulo. 2013,

FARIA, L. A. E. As formas institucionais da estrutura: do micro ao macro na Teoria da Regulação. Ensaios FEE, v. 22, n.1, p. 198-204, Porto Alegre, RS, 2001.

FEIJÓ *et al.* Financialization and structural change: the Brazilian case in the 2000s. Texto para discussão n. 18. CEDE, Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2016.

FINE, Ben. Financialisation and social policy. Paper presented at the UNRISD conference on the “Social and political dimensions of the global crisis: implications for developing countries”. Genebra, 2009.

FRITZ *et al.* Hierarquia de moedas e redução da autonomia de políticas econômicas em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista. Publicado em Ferrari Filho, F.; Terra, F.H.B.T.; (Org.) Keynes: Ensaios sobre os 80 Anos da Teoria Geral. Porto Alegre: Tomo Editorial, p. 177-202. 2016.

GENTIL, D.L. & MARINGONI, G. A Constituição de 1988 e a seguridade social: uma disputa em meio à financeirização do Estado. In: 20 anos da Constituição Cidadã: avanços e desafios da seguridade social. Brasília: Anfiop, 2008.

GENTIL, D. L. A Política Fiscal e a Falsa Crise da Seguridade Social Brasileira – Análise financeira do período 1990–2005. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

\_\_\_\_\_. Ajuste fiscal, privatização e desmantelamento da proteção social no Brasil: a opção conservadora do governo Dilma Rousseff (2011-2015). Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, Janeiro-Abril, 2017.

\_\_\_\_\_. Dominância financeira e o desmonte do sistema público de previdência social no Brasil. In Castro, J. A. de; Pochmann, M.(Orgs.) Brasil. Estado Social contra a Barbárie. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, p.419-445, 2020.

GLYN, *et al.* The rise and fall of the golden age. WIDER Working Papers n. 43, World Institute for Development Economics Research, United Nations University. Cambridge, 1998.

GRIN, E. Regime de Bem-estar Social no Brasil: Três Períodos Históricos, Três Diferenças em Relação ao Modelo Europeu Social-democrata. Cadernos Gestão Pública e Cidadania, v. 18, n. 63, 2013.

GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, v. 82, p. 11–33, 2008.

IBGE. Sistema de Contas Nacionais 2005-2009. Contas Nacionais, n. 34, Rio de Janeiro, RJ, 2011. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=255013>. Acesso em: 12 de janeiro de 2024.

KALECKI, M. Os aspectos políticos do pleno emprego. In: MIGLIOLI, Jorge (Org.). Crescimento e ciclo das economias capitalistas. São Paulo: Hucitec, 1977 [1944]. p. 54–60.

KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: A systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. Economic and Political Studies, v.5, n. 1, p. 60–86, 2017.

KARWOWSKI, Ewa; CENTURION-VICENCIO, Marcos. Financialising the state: recente developments in fiscal and monetary policies. Financial Geography Working Paper n. 11. FinGeo, University of Hertfordshire, Université Grenoble Alpes. Geneva, 2018.

KERSTENETZKY, C. O Estado do Bem-Estar Social na Idade da Razão. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2012

\_\_\_\_\_. Democracia e Welfare. Rio de Janeiro: Centro de Estudos sobre Desigualdade e Desenvolvimento (Texto para Discussão, nº37), 2011.

KRIPPNER, Greta. The financialization of the American economy. Socio-Economic Review, v. 3, n. 2, p. 173–208, 2005.

LAVINAS *et al.* Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes ?. Texto para discussão n. 032. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2017.

LAVINAS, L. Notas sobre os Desafios da Redistribuição no Brasil. In: Fonseca A. e Fagnani E. Políticas Sociais, Desenvolvimento e Cidadania. Vol. I, p.99-143, 2013.

LEAL, T. J. Os impactos da financeirização nos países em desenvolvimento e o caso do Brasil no período 1990-2010. Dissertação (Mestrado em Economia). Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2020.

LIPIETZ, A. Fordismo, fordismo periférico e metropolização. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 10, n. 2, p. 303–335, 1989.

\_\_\_\_\_. O mundo do pós-fordismo. *Indicadores econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 24, n. 4, p. 79–130, 1997.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Novos Tempos – Política Fiscal e Condicionais pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 8(1): 125-154, jan./jun., p. 125 – 154, 2004.

MARSHALL, T. H. *Cidadania, classe social e status*. Rio de Janeiro, Zahar, 1967.

MAGALHÃES *et al.* Gestão da Dívida Pública, da Liquidez e do Câmbio no Brasil, 2011 a 2019: custo fiscal e implicações para a superação da armadilha do baixo crescimento. In: MARQUES, Rudinei e CARDOSO, José Celso Jr. (org). *Dominância financeira e privatização das finanças públicas no Brasil*. Brasília, DF. Pp 534-556, 2022.

MORETTI *et al.* Austeridade fiscal e captura do orçamento público no Brasil. In: MARQUES, Rudinei e CARDOSO, José Celso Jr. (org). *Dominância financeira e privatização das finanças públicas no Brasil*. Brasília, DF. Pp 480-497, 2022.

OCAMPO, J. A. The Instability and Inequities of Global Reserve System. *International Journal of Political Economy*, v. 36, n. 4, dez. 2007.

OLIVEIRA, F. A. 2018. “O orçamento como instrumento da democracia e da cidadania: a importância das vinculações” In: ANFIP & FENAFISCO. FAGNANI, E. (org.). 2018. *A reforma tributária necessária: diagnóstico e premissas*.

OLIVEIRA, G; TUROLLA, F. Política econômica no segundo governo FHC: mudança em condições adversas. *Revista Tempo Social*, v. 15, n. 2, nov. 2003.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999–2014). *Politika*, Rio de Janeiro, n. 2, 2015.

PALLEY, Thomas. *Financialization: what it is and why it matters*. Working Paper n. 525, The Levy Economics Institute of Bard College. Nova Iorque, 2007. 31 p.

PAULANI, Leda. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, p. 25-39, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142009000200003>. Acesso em: 12 jun. 2023.

PELLEGRINI, J. A. *As Operações Compromissadas do Banco Central*. Instituição Fiscal Independente (IFI). Estudo Especial n. 3, out. 2017.

PIERDONÁ, Z.L. O sistema de seguridade social brasileiro», in Encontro de Internacionalização do CONPEDI/Madrid/Espanha, Marco Antônio César Villatore; Francisca Moreno Romero. (Org.). v. 6, Ediciones Laborum, Madrid, pp. 87-104. 2016.

PINTO, É. G. Erosão orçamentário-financeira dos direitos sociais na Constituição de 1988. *Ciência & Saúde Coletiva*, v. 24, dez. 2019.

\_\_\_\_\_. Seis vezes DRU: Flexibilidade orçamentária ou esvaziamento de direitos sociais? *Revista Jurídica do Ministério Público de Minas Gerais. Subseção III – Direito Público Administrativo*. n. 11, 2008.

PRATES *et al.* Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão, IE/UNICAMP*, n. 137, out. 2007.

POWELL, J. Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations. 2013. 355 f. Tese (Doutorado em Economia) – Department of Economics, School of Oriental and African Studies (SOAS). University of London, Londres.

RESENDE, C.; DWECK, E. Uma tragédia anunciada: teto de gastos e os cortes nas áreas sociais. *Nota de Política Econômica. Instituto de Economia/UFRJ*. set.de 2022.

RIBEIRO *et al.* Atividade Econômica: Análises e Previsões. *Nota técnica. Carta de Conjuntura. IPEA. Brasília*. 2013.

ROSSI, P.; MELLO, G. Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré. In: *Nota do Cecon, IE/UNICAMP. Campinas, abril, 2017.*

SALVADOR, E. *Fundo público e seguridade social no Brasil. São Paulo: Cortez, 2010.*

\_\_\_\_\_. O desmonte do financiamento da seguridade social em contexto de ajuste fiscal. *Serv. Soc. Soc.*, São Paulo, n. 130, p. 426-446, set./dez. 2017.

\_\_\_\_\_. *Fundo público e políticas sociais na crise do capitalismo. Serviço Social e Sociedade, São Paulo, n. 104, p. 605–631, 2010.*

\_\_\_\_\_. *Fundo Público e Financiamento das Políticas Sociais no Brasil. Serviço Social em Revista (Online), v. 14, p. 4-22, 2012b*

SANTOS, W. G. *Cidadania e justiça: a política social na ordem brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1979.*

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Disponível em: <: [www.tesourotransparente.gov.br](http://www.tesourotransparente.gov.br)>. Acesso em: 25 de agosto de 2023.

\_\_\_\_\_. *Balanço Geral da União – Demonstrações Contábeis Consolidadas da União, dezembro de 2013 a 2022. Brasília: Tesouro Nacional.*

\_\_\_\_\_. *Relatórios Resumidos da Execução Orçamentária do Governo Federal e Outros Demonstrativos, dezembro de 2005 a dezembro de 2019. Brasília: Tesouro Nacional.*

SESTELO *et al.* A financeirização das políticas sociais e da saúde no Brasil do século XXI: elementos para uma aproximação inicial. *Economia e Sociedade*, Campinas, Unicamp, v.26, Número Especial, p.1097-1126, dez. 2017.

SOUZA, C. Financeirização subordinada: a inserção da periferia no Sistema monetário internacional frente ao poder do dólar, 2020.

STOCKHAMMER, Engelbert. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition & Change*, v. 12, n. 2, p. 184–202, 2008.

STREECK, W. The politics of public debt: neoliberalism, capitalist development, and the restructuring of the state. MPIfG Discussion Paper n. 13 (7). Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Köln, 2013.

\_\_\_\_\_. Tempo comprado: a crise do capitalismo democrático. 1a. ed. São Paulo: Boitempo, 2018.

SWEEZY, P. The triumph of financial capital. *Monthly review*, v. 46, n. 2, 1994.

TAVARES, C.; SERRA, J. Além da estagnação. In: TAVARES, Maria da Conceição. Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Rio de Janeiro: Zahar, 1971.

THÉRET, B. Estado, economia pública e regulação. Brasília: Universa Editora, UnB, 1998.

TOBALDINI, Renata Teixeira de Castro; SUGUIHIRO, Vera Tiekko. A desvinculação de recursos da União – DRU e o (des)financiamento da seguridade social brasileiro. Anais do I Circuito de Debates Acadêmicos: programas e resumos. Brasília: IPEA, 2011. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/code2011/chamada2011/pdf/area2/area2-artigo10.pdf>>. Acesso em 24 jul. 2020.

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

VIANNA, M. L. T. W. A nova política social no Brasil: uma prática acima de qualquer suspeita teórica? *Revista Praia Vermelha – Estudos de Política e Teoria Social*, Rio de Janeiro, PPGSS/UFRJ, n. 18, 2008.

\_\_\_\_\_. Reforma da Previdência: missão ou oportunidade perdida? In: MORHY, Lauro (Org.) Reforma da Previdência em Questão. Brasília: Universidade de Brasília, Laboratório de Estudos do Futuro, Editora Universidade de Brasília, 2003.