



Texto para Discussão 032 | 2017

Discussion Paper 032 | 2017

Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes?

Uma análise exploratória

Lena Lavinas

*Professora Titular, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro
Bolsista de produtividade nível 1 CNPQ*

Eliane Araújo

*Professora, Universidade Estadual de Maringá
Bolsista de produtividade em pesquisa do CNPQ
Presidente da AKB*

Miguel Bruno

*Professor e Pesquisador - Escola Nacional de Ciências Estatísticas do IBGE
Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ.*

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes?

Uma análise exploratória

Dezembro, 2017

Lena Lavinias

*Professora Titular, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro
Bolsista de produtividade nível 1 CNPQ*

Eliane Araújo

*Professora, Universidade Estadual de Maringá
Bolsista de produtividade em pesquisa do CNPQ
Presidente da AKB*

Miguel Bruno

*Professor e Pesquisador - Escola Nacional de Ciências Estatísticas do IBGE
Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ.*

Resumo

Estudos sobre financeirização, enquanto estágio atual de desenvolvimento do capitalismo, privilegiaram, de início, os países industrializados, mas agora também alcançaram as economias emergentes. Esse artigo, além de se interessar pelo Brasil, parte do pressuposto de que já nos anos 80 ocorria um processo de financierização precoce e elitizada no país, ainda que de abrangência restrita. A partir dos anos 2000 notadamente, assiste-se a uma nova fase, agora de financeirização em massa, em que a política social passa a servir de colateral. Além de estabelecer uma periodização e uma taxonomia de ambas as fases do processo de financierização em curso no Brasil, o artigo descreve como diferentes políticas de inclusão social serviram a esse propósito. Finalmente, com base em testes econométricos, mostra que existe uma correlação negativa entre financeirização e mudanças na provisão de bens e serviços públicos e outra positiva entre financierização e extensão das políticas sociais de transferência de renda monetária.

Abstract

Research on financialization, considered the current stage in the development of capitalism, initially focused on industrialized countries; however, it has now expanded to include emerging markets. This article provides new insights into the current Brazilian case, while arguing also that Brazil was already confronting a process of precocious and elitized financialization in the 1980s, although at that time still in early stages. Notably, from the 2000's on, a new wave of financialization began taking place. This time, however, it was mass-based, using social policy as collateral. The article first establishes a timeline and taxonomy of how financialization has been deployed in Brazil. It then examines how policies aimed at promoting social inclusion have been diverted to that end. Finally, it presents regression analyses demonstrating a negative correlation between financialization and the provision of public goods and services, which become more and more privatized. It also finds a positive relationship between financialization and income and cash transfers, which serve as collateral.

JEL cod.: E44; H75; I3; O11.

Palavras-chave: financeirização, Brasil, regime monetário, política social.

1 Introdução

A partir de meados da década de 2000, análises sobre a natureza, características e abrangência da financeirização como novo estágio de desenvolvimento do capitalismo (Sawyer 2016:47) ganharam estofamento e centralidade no âmbito do pensamento heterodoxo, seja ele pós-keynesiano (Epstein 2014; Stockhammer 2007), marxista (Lapavistas 2011; Fine 2013) ou ainda no junto à escola regulacionista (Boyer 2000, 2004), retomando um debate cujas origens remontam à década de 1990 (Aglietta 1994; Sweezy 1994). Datam, de fato, dessa época, os primeiros sinais de que a estagnação ou mesmo o declínio da atividade produtiva nas grandes economias ocidentais reaparecia e mostrava-se tributário de uma nova fase de expansão acelerada do setor financeiro, agora em nível global, e já não mais subordinado à produção (Sweezy 1994).

É bem verdade que a corrente estruturalista ou desenvolvimentista na América Latina em geral, e no Brasil em particular, negligenciou fortemente esse fenômeno (Lavinias 2017) na crença equivocada de que um Estado fortemente intervencionista na formulação e implementação das políticas econômicas e sociais estaria implicitamente contrarrestando tal tendência.

A profusão de estudos sobre financeirização nas mais distintas áreas disciplinares (Martin 2002; Krippner 2005; Appadurai 2016) retrata a radicalidade do *tournant* que parece redefinir por completo a dinâmica contemporânea da economia capitalista e seu regime de acumulação, e não sem causar perplexidade por alcançar, inclusive, a esfera da reprodução social (Himmelweit 2016; Fraser 2016; Fine 2016) e o universo da pobreza (Lavinias 2013; Schwittay 2014; Mandel 2015).

De início, a financeirização é entendida como uma transformação sistêmica das economias maduras capitalistas (Lapavistas 2011), inerente à lógica neoliberal (Duménil e Levy 2005), sendo Estados Unidos e Reino Unido (Fine 2014) os exemplos paradigmáticos do capitalismo *finance-led*. Entretanto, frisa Stockhammer (2007), muito embora o drive *finance-led* restrinja-se ao mundo anglo-saxão, a dominância financeira reconfigurou por completo, nos anos recentes, o ambiente macroeconômico e passou a influenciar e orientar as políticas públicas em outros latitudes.

Presentes também na periferia (Becker et al 2010) do sistema capitalista, as peculiaridades da marcha forçada da financeirização acabaram por estender o campo empírico das análises para países de renda média e emergentes. Isso porque tampouco estes escaparam à onda de desregulamentação e liberalização financeira que borra fronteiras notadamente a partir dos anos 1990.

É bem verdade que o Brasil, sempre singular nas suas trajetórias, contou precocemente com o alerta de Braga (1985) acerca da tendência à financeirização na economia brasileira, em razão de as empresas e bancos darem preferência à acumulação de ativos financeiros desvinculada do compromisso com inversões futuras no setor produtivo. Esse aspecto foi retomado e enfatizado mais tarde por Boyer (2011), para quem a desvinculação entre o financeiro e o produtivo conduz à estagnação e ao aumento da frequência de crises sistêmicas, mas que, de fato, já estava presente na leitura crítica de Sweezy (1994) sobre o iminente triunfo do capital financeiro.

Porém, o peso crescente dos ativos financeiros na formação do patrimônio privado logo se estendeu também às classes médias mais abastadas, disseminando a lógica acionista privada, em particular através da adesão crescente aos regimes de capitalização para aposentadorias e pensões. O crescimento exponencial do valor dos ativos financeiros, já ao final da década de 90, mobilizava o campo heterodoxo (Coutinho e Belluzzo 1998), embora o veio analítico dessa reflexão persistisse no entendimento de um fenômeno de caráter mais global – os impactos deletérios das crises de liquidez nas economias periféricas.

Mais recentemente, as contribuições de Bruno (2011) e Bruno et al (2011) permitiram aprofundar e dar sequência às análises de Braga acerca do processo de financeirização precoce da economia brasileira. Ao ratificar que este exacerba a preferência pela liquidez dos detentores de capital, inibindo a imobilização de capital no setor produtivo, concluem que a financeirização se impõe como entrave estrutural ao crescimento econômico, expresso na expansão modesta do PIB brasileiro no período 2004-2010. De quebra, ainda acentua a reconcentração funcional da renda.

Feijó et al (2016) aportam evidências empíricas adicionais ao papel da financeirização na redução das taxas de crescimento da economia, destacando, outrossim, a dependência à poupança externa e, sobretudo, a forte retração do setor industrial. Isso leva a uma

dinâmica perversa de desindustrialização, que tem lugar, aliás, na ausência de qualquer episódio de fuga de capitais.

Em meio a um debate que ganha em densidade, no Brasil e afora, terá a definição de financeirização ganho ela também musculatura? Ou trata-se de um fenômeno cuja amplitude continua a demandar uma caracterização extensa e em camadas para dar conta de seu efeito sistêmico?

Basicamente, a financeirização retrata um processo no qual os mercados financeiros, as instituições financeiras e as elites financeiras passam a ter peso crescente nas políticas econômicas e nos seus efeitos (Palley 2007). Apoiando-nos em alguns dos *scholars* que sistematizaram esse debate (Fine 2013; Stockhammer 2007), pode-se acrescentar uns bemóis às distintas facetas desse regime de acumulação, que significa também: expansão extraordinária dos ativos financeiros vis a vis a economia real; proliferação de distintos tipos de ativos em meio à ascendência da lógica acionária; primazia da especulação, em lugar ou em detrimento dos investimentos, que tendem a recuar; mudança interna ao setor privado, com os imperativos financeiros prevalecendo sobre os interesses da produção; aumento da desigualdade em função dos ganhos financeiros das elites; booms de consumo das famílias com base no crédito, em particular por parte daquelas que costumavam não ser “bancarizadas”; rápida e acentuada elevação do grau de endividamento das famílias, comprometendo parcela crescente e alta da renda disponível; penetração da finança em todas as dimensões da reprodução da vida, re-mercantilizando o que havia sido desmercantilizado, em particular com a substituição da provisão pública por uma miríade de seguros imperfeitos para os riscos que pretendem cobrir; aumento do risco, sob inúmeras e desconhecidas formas, e também ambientes macroeconômicos mais instáveis.

Não bastasse tamanha influência, a financeirização vai além, ao se espraiar, e faz crer ser possível falar de cidadania financeira¹. O resultado da democratização² da finança não se

¹ Nas palavras de Fine & Saad-Filho (2016), a subordinação das famílias aos mercados financeiros e aos seus processos tem sido abusivamente chamada de “cidadania financeira” (p.13).

² Adotamos aqui a definição de Ertuk et al (2007) para quem a democratização da finança significa que hoje estaria ao alcance de todas as famílias ter dinheiro e/ou gerenciar riscos, caso tenham adquirido os serviços e produtos financeiros adequados às suas necessidades.

expressaria, portanto, apenas no aumento dos fluxos financeiros, mas pela convergência crescente entre finança e ciclo de vida (Zwan 2014:111).

O aumento expressivo do grau de endividamento das famílias veio compensar, nas economias avançadas, a estagnação dos salários, imposta pela primazia da ortodoxia em tempos de austeridade fiscal, que levou, inclusive, a uma retração da massa salarial. Ao contrário, em muitos países emergentes – caso do Brasil (Lavinás, 2017a) e do Chile (González 2015), o comprometimento crescente da renda familiar disponível com pagamento de dívidas junto ao setor financeiro ocorre em meio à elevação dos salários e da renda média. Portanto, o padrão de forte endividamento das famílias que se generaliza não reflete unicamente uma tendência, de compensação financeira frente a salários em queda, como alternativa para preservação de um padrão de consumo que se deteriora, senão uma mudança substantiva na relação entre as famílias e os mais variados circuitos financeiros. Como já posto por dos Santos (2013), o surto dramático do crédito às famílias reflete não apenas fomento à expansão da demanda agregada, mas também, e sobretudo, uma nova forma de provisão de serviços como moradia, saúde e educação, via mercado e circuitos financeiros.

Por ser a financeirização um processo *context-specific* (Fine 2009; Rodrigues et al 2016), o que explica a diversidade de suas formas e ritmos, em particular entre emergentes, este artigo resgata dimensões desse processo ainda pouco estudadas no caso brasileiro, em particular na fase recente de recuperação econômica (2004-2014).

Primeiramente, na sua segunda seção, este artigo revisita o padrão de financeirização que precocemente prevalece entre nós e que, em seu desenvolvimento, passa a submeter a economia brasileira à lógica rentista da política de juros altos e à acumulação em ativos associados ao endividamento público e também privado (famílias e empresas não-financeiras). Nesse exame, estabelecemos uma periodização e uma taxonomia desse processo. Ao contrário de estudos recentes que consideram a financeirização em curso na América Latina e no Brasil, em particular, como leve e moderada³ (Karwowsky &

³ Os autores selecionaram um conjunto de seis medidas para estimar a dimensão da financeirização em 17 países emergentes, dentre eles 3 latino-americanos (Argentina, Brasil, México).

Stockhammer 2017), este artigo apresenta evidências empíricas e fundamentação teórica de que a financeirização brasileira é, hoje, alta e ampliada.

Em segundo lugar, compondo a terceira seção, este artigo vem preencher uma lacuna frequente na explicitação do papel desempenhado pelas políticas sociais (Fine 2014) em tempos de financeirização. Via de regra, apenas a ponta do iceberg – ou seja, a privatização dos regimes previdenciários e dos serviços de saúde – é associada ao peso crescente da grande finança, através da expansão de vínculos crescentes com o mercado de capitais e com a indústria de seguros (Palley 2013). Pouca atenção tem sido dada ao papel do crédito ao consumo e outras modalidades de financiamento e empréstimos⁴ no acesso ao que deveria ser provisão pública de bens e serviços indispensáveis ao bem-estar da população. Aqui, a dívida passa a ser um dos mecanismos que alimentam o processo de financeirização em massa (Becker et al 2010), redefinindo a complementariedade entre política social e política econômica nesse novo regime de acumulação. Em ambos os casos, altera-se também o papel do Estado, responsável por promover os mercados financeiros e incentivar a mercantilização da vida, em conformidade com a lógica neoliberal do tudo pelo mercado (mais desregulamentação, flexibilização e privatização). O foco nessa seção é o Brasil, através de uma interpretação do verdadeiro significado da forte expansão do FIES na gestão do Partido dos Trabalhadores, bem como do crédito de consumo.

Com o intuito de aportar evidências empíricas à dinâmica do processo em análise, a quarta seção reúne alguns exercícios econométricos, cujos resultados vêm comprovar que, em meio a uma dinâmica de acentuada financerização da economia brasileira, a política social é acionada, e desvirtuada de sua função primordial, com aumento da provisão mercantilizada.

A última seção tece algumas considerações finais, sinalizando o caso brasileiro como uma ilustração dos efeitos de um processo de **financeirização precoce** numa economia ainda em desenvolvimento e fortemente heterogênea, com um sistema de bem-estar que segue

⁴ Recordamos que financiamento diz respeito a crédito vinculado a um bem pré-determinado, já especificado, ao passo que empréstimo trata de crédito sem especificação do bem ou da destinação dos recursos adiantados pelo credor ao devedor. Os dois se expandem em economias financeirizadas

incompleto e imperfeito e que certamente será amputado da sua já baixa efetividade em redistribuir, por força da violência das reformas trabalhista e previdenciária em curso.

2 Regime monetário e expansão financeira: qual relação?

Em sua definição geral, um regime monetário-financeiro, ou simplesmente, regime monetário, é um resultado da conjunção de estruturas organizacionais e institucionais, públicas e privadas, que servem de suporte à circulação monetária e financeira, garantindo-lhes formas de regularidade determinadas em função das atividades econômicas, das relações Estado-economia e do nível de desenvolvimento da acumulação de capital.

Esse tipo de abordagem específica, de um ponto de vista sociológico, como um regime monetário-financeiro constitui um terreno de construção de compromissos institucionalizados (*ci*). Os *ci* se originam de situações de conflitos e tensões entre grupos socioeconômicos. Na medida em que nenhuma das forças consegue se impor para dominar as forças opostas, os *ci* emergem (André & Delorme 1983:672-674).⁵

Na sociedade brasileira, os períodos de democracia têm sido tanto historicamente curtos, comparativamente àqueles marcados por regimes políticos de exceção, quanto caracterizados por baixa representatividade popular. Isso significa que a institucionalização autoritária tem sido a regra, determinando não apenas as configurações dos regimes monetários, mas também a qualidade e extensão das estruturas ainda incompletas e deficientes de ‘provisão de bem-estar no Brasil.

⁵ Os compromissos institucionalizados se distinguem dessa maneira da **institucionalização autoritária de ordem pública ou governamental** e se impõem como quadros de referência com relação aos quais a população e os grupos concernentes adaptam seus comportamentos. Porém, com a passagem do tempo, as relações seladas pelos *ci*, seja entre o Estado e à sociedade civil, seja entre classes sociais ou setores econômicos, com as respectivas regularidades econômicas que se lhes derivam, tendem a ser objeto de tensões crescentes que terminam por levar a questionamentos e a consequente ruptura desses *ci*.

2.1 A financeirização precoce da economia brasileira: periodização e taxonomia

Uma das hipóteses básicas deste artigo é a de que o fenômeno da financeirização no Brasil foi gestado nos anos 1970 e avança nos 1980, antes mesmo que esse conceito fosse elaborado e objeto de pesquisa nas décadas subsequentes. Com o esgotamento das condições macroeconômicas que possibilitaram o “milagre brasileiro” (1967-1973), os mecanismos institucionais de correção monetária rapidamente se difundem no setor bancário-financeiro, fazendo surgir a chamada “moeda indexada ou financeira” na segunda metade dos anos 1970.

As crises fiscal e da dívida externa da década de 1980 vão possibilitar uma expansão financeira e concentração bancária sem precedentes, tendo como ponto de partida o processo de inflação inercial. Endossado por um Estado fortemente endividado em moeda estrangeira e sem possibilidades de conter a desvalorização monetária, o desenvolvimento bancário-financeiro nesse período teve como principal eixo a acumulação rentista com base nos ganhos inflacionários derivados da rolagem da dívida pública no processo que se tornaria conhecido por “ciranda financeira” (*overnight*).

O mais importante a ser destacado é que várias das características que seriam posteriormente documentadas pela literatura internacional sobre os processos de financeirização já se encontravam presentes na economia brasileira nessa época: a) elevação do setor bancário-financeiro à condição de setor hegemônico, deslocando o centro da acumulação industrial para os ativos financeiros líquidos de curto e curtíssimo prazo; b) perda de autonomia do Estado na formulação da política econômica e nas demais intervenções públicas; c) forte aumento da concentração pessoal e funcional da renda e do estoque de riqueza, aumentando as desigualdades sociais; e d) forte queda da taxa de investimento produtivo e conseqüente tendência à estagnação do produto; e) afirmação de comportamentos rentistas em empresas não-financeiras e famílias de alta renda que reduzem suas alocações produtivas de capital.

A substituição das imobilizações em capital fixo pelos produtos e serviços financeiros estava, portanto, já presente, em um grau que poderíamos caracterizar como inusitado com relação aos demais países emergentes. Consolidando-se como setor hegemônico

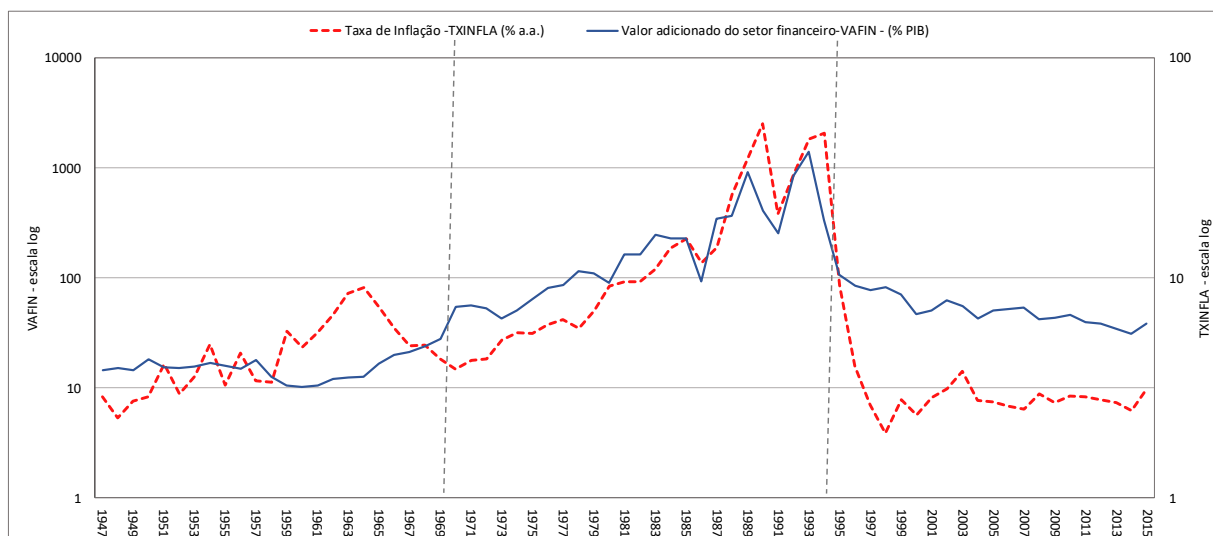
diante das demais atividades econômicas e do Estado nacional, o setor bancário-financeiro brasileiro pautou as transformações institucionais que levaram à liberalização comercial e financeira dos anos 1990. Consolida-se um novo padrão de inserção internacional do Brasil que mais convinha aos interesses da alta finança, ao mesmo tempo em que se afirmava nitidamente desfavorável à acumulação industrial e à possibilidade de se configurar algum regime de crescimento do tipo *export-led* em bens de maior valor adicionado.

Estava, assim, definida desde logo uma trajetória que ganharia força nas décadas seguintes e que foi cunhada por Becker and al. (2010) de “**financeirização elitizada**”, por ser propulsada pela alta burguesia e pelas classes médias abastadas na preservação de suas rendas patrimoniais. Fenômeno patente na década de 1980, pois, dada a mínima detenção de ativos, baixa renda e acesso restrito da maioria da população ao sistema bancário-financeiro, apenas aquelas classes conseguiam beneficiar-se da acumulação rentista.

A mudança da forma de inserção internacional, conjugada com a estabilização de preços do Plano Real, a partir de 1994, fez surgir um novo padrão de financeirização em que os ganhos inflacionários são substituídos pela elevada renda de juros. Inicialmente focados nos ativos conectados ao endividamento público interno, as mudanças no regime monetário, transcorridas na década de 1990 e 2000, vão proporcionar as condições estruturais e macroeconômicas para que os interesses da alta finança e da acumulação rentista-patrimonial fossem progressivamente estendidos também aos serviços públicos e à seguridade social.

O gráfico 1 apresenta a evolução das séries do valor adicionado pelo setor financeiro brasileiro, como porcentagem do PIB e a taxa de inflação, medida pelo deflator implícito do PIB, entre 1947 e 2015. O período é suficientemente longo para permitir a observação das mudanças de regime monetário.

Gráfico 1 – Inflação e expansão financeira no longo (1947-2015)



Fonte: IBGE, Contas Nacionais, vários anos.

Três padrões de relacionamento entre essas duas variáveis podem ser detectados. Entre 1947 e 1969, as taxas de inflação eram ainda baixas e o sistema de financeiro brasileiro pouco desenvolvido para permitir que a acumulação bancária e financeira pudesse processar-se com bases nas receitas inflacionárias. Não existiam condições institucionais para a generalização das práticas de correção monetária, nem tampouco, sua forma mais desenvolvida que é a moeda indexada, base da reprodução da inflação inercial.

Nas décadas de 1990 e 2000, essas condições surgem e a expansão financeira não se expressaria mais no aumento da participação do setor bancário-financeiro no PIB brasileiro. Agora, os comportamentos rentistas e a acumulação patrimonial extravasam o âmbito do setor bancário-financeiro, na medida em que se generalizam para as empresas não-financeiras e para as famílias de alta renda. A financeirização pela renda de juros ou usurária se consolida, deslocando a financeirização pelos ganhos inflacionários.

Os Quadros 1 e 2 são autoexplicativos. Entretanto, as correlações entre o valor adicionado do setor bancário-financeiro e a inflação em cada um dos três períodos, na última linha do Quadro 1, precisam ser interpretadas. Elas expressam as particularidades macroeconômicas e institucionais dos respectivos regimes monetários.

No **período 1947-68**, embora negativa (-0,22), a correlação não se apresenta estatisticamente significativa. Mas isso não implica, necessariamente, a ausência de

qualquer relação estrutural entre essas variáveis. A relação poderia ser não-linear. Nesse caso, o aumento da inflação teria efeito redutor do valor adicionado financeiro como proporção do PIB brasileiro. Nessa época, a economia brasileira ainda não dispunha de estruturas bancárias e financeiras integradas e as instituições e formas organizacionais de sistemas financeiros modernos ainda estavam em fase de constituição.

No **período 1969-94**, surgem e se consolidam as condições institucionais e organizacionais para que a acumulação bancária e financeira se desse sobre os **ganhos inflacionários**.⁶ A partir dos mecanismos de indexação generalizada de preços e salários – base da moeda financeira – o valor adicionado financeiro expande-se fortemente como percentagem do PIB. O coeficiente de correlação reflete essa regularidade macroeconômica, sendo agora positivo e estatisticamente significativo (0.91).

Quadro 1 - Regimes monetários no Brasil: tipologia e principais características (1947-2015)

Tipologia	Regime de baixa restrição monetária (1947-1968)	Regime Inflacionário (1969-1994)	Regime de alta taxa de juros (1995-2015)
Características	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema financeiro em estruturação • Sem Banco Central até 1964 : • Criação do BNDES em 1952 • Concentração bancária se inicia em finais de 1950 • Crédito por emissão de moeda e pressões inflacionárias recorrentes • Extinção da Lei da Usura e Institucionalização da correção monetária (1964) 	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema financeiro evolui a partir das reformas institucionais do PAEG (1964), tendo o modelo estadunidense como referência • Alta inflação inercial a partir da década de 1980 • Avanço da concentração bancária • Desenvolvimento das condições institucionais para a indexação generalizada de preços e salários • Fortalecimento das elites financeiras e rentistas • Abertura financeira no início dos anos 1990 e adesão aos mercados globais 	<ul style="list-style-type: none"> • Estabilidade da inflação a partir do Plano Real (1994) e Sistema de Metas de Inflação (1999) • Regulação prudencial e criação da Central de Risco de Crédito (1997) • Endividamento público e privado crescentes tornam-se a base da expansão rentista • Mercados financeiros ampliam os comportamentos <i>rent-seeking</i> sobre governos, famílias e empresas não-financeiras • Desenvolvimento das condições macroeconômicas para expansão do crédito ao consumo é potencializada com as políticas de distribuição de renda
Coeficiente de correlação entre valor adicionado financeiro e inflação	$r = -0,22$ $p = 0,3201$	$r = 0,91$ $p = 0,0000$	$r = 0,82$ $p = 0,000$

Fonte: Elaboração própria.

⁶ No caso brasileiro, o sistema financeiro, caracterizado por bancos e instituições voltadas para operações especulativas e de curto prazo, expandiu rapidamente seus lucros com base no endividamento público crescente e na retenção de recursos líquidos dos demais agentes econômicos. Nesse contexto, os ganhos inflacionários podem ser interpretados como uma modalidade de ganho de capital, já que a função reserva de valor da moeda brasileira permanecia a cargo do sistema bancário privado, graças aos mecanismos de correção monetária, e desconectados das atividades produtivas.

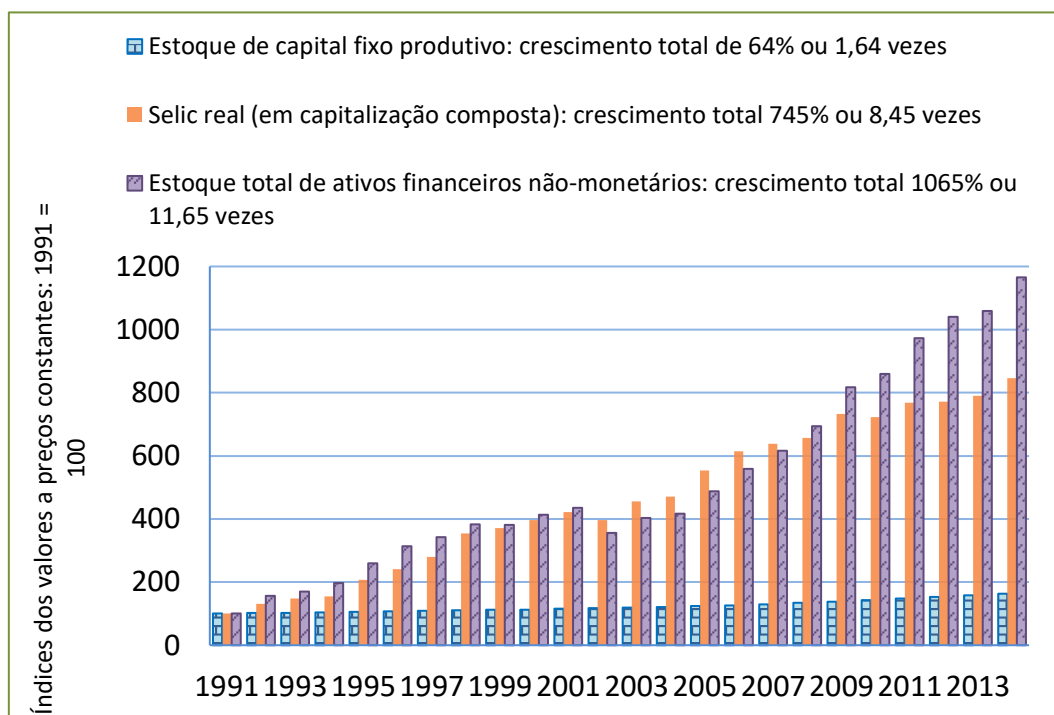
O **período 1995-2015** traz novas características institucionais e macroeconômicas, mas a forte correlação entre inflação (ainda que baixa) e valor adicionado financeiro permanece, com o coeficiente ligeiramente menor (0,82) e altamente significativo. Esse fato reflete a permanência de mecanismos de indexação na economia brasileira, que são, inclusive, reproduzidos e sancionados pelo Estado. No entanto, a característica fundamental desse período é **a substituição dos ganhos inflacionários pela elevada renda de juros e demais modalidades de ganhos financeiros**, tanto aqueles derivados do endividamento público interno quanto os provenientes do crescente endividamento das famílias e das empresas não-financeiras. O Brasil entra, assim, numa nova fase em que seu regime monetário se consolida para reproduzir as condições propícias à **financeirização em massa**.

Conseqüentemente, a taxonomia dos regimes monetários permite considerar a existência de diferentes modalidades de financeirização da economia, além de explicitar suas origens históricas. Para isso, dois indicadores macroeconômicos foram propostos em Bruno e Caffé (2015): a) a taxa de financeirização; e b) o índice de financeirização. Embora as denominações sejam próximas, o significado econômico difere, permitindo que sejam utilizados em conjunto para apreensão das implicações sociais desse fenômeno. A taxa de financeirização foi definida como a razão entre o estoque total de ativos financeiros não-monetários e o estoque total de capital fixo produtivo. O índice de financeirização consiste na divisão da taxa de financeirização pela taxa de acumulação de capital produtivo. Esta última é expressa pela razão entre o investimento e o seu correspondente estoque de capital. São duas formas de se representar o mesmo fenômeno provocado pelo processo de financeirização no Brasil: a substituição das alocações diretamente produtivas por alocações financeiras líquidas e de curto prazo. Observa-se o deslocamento da poupança produtiva pela poupança improdutiva (Aglietta 2000).

A expansão financeira acelerada, concomitantemente à baixa e estagnante taxa de acumulação produtiva, foi uma das características marcantes das décadas de 1990 e 2000, tal como indica o gráfico 2, ao comparar a dinâmica de crescimento do estoque de capital fixo produtivo e do estoque de ativos financeiros não-monetários à evolução da taxa Selic. Claramente, há uma forte correlação entre alta da Selic e incremento dos ativos financeiros não-monetários, que ganha fôlego a partir de 2005.

O comportamento das três variáveis apresentadas no Gráfico 2 é típico dos padrões observados em outros países desenvolvidos ou em desenvolvimento, cujas economias estão subordinadas a processos de financeirização.

Gráfico 2 – Acumulação financeira, acumulação produtiva e selic real capitalizada (1991-2014)



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do BCB, para a taxa Selic e estoque de ativos financeiros não-monetários; estoque de capital fixo produtivo em IBGE e Marquetti (2003).

No período 1991-2014, enquanto o estoque total de ativos financeiros não-monetários cresceu mais de 11 vezes, em valores reais, acompanhando a subida dos juros básicos representados pela taxa Selic (e expressando a captura do Estado brasileiro nesse processo), o estoque de capital fixo produtivo cresceu 1,6 vezes apenas.

Observe-se pelo Quadro 2 que, no primeiro período 1970-1980, o fenômeno da financeirização está ausente, embora em gestação a partir da gradual generalização dos dispositivos institucionais de indexação de preços e salários, base da inflação inercial. O valor de 1,016 significa que para cada unidade monetária aplicada nas atividades diretamente produtivas, tem-se igualmente uma unidade alocada em ativos financeiros.

Quadro 2 – Financeirização no Brasil: periodização e características (1970-2015)

Períodos	1970-1980	1981-1994	1995-2015
Características			
Índice de financeirização	1.016	2.04	7.66
Taxonomia	Ausente	Restrita	Ampliada e Alta
Origem	-	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ganhos inflacionários derivados da indexação generalizada de contratos a partir do endividamento público 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Renda de juros e demais ganhos financeiros com ativos derivados do endividamento público interno e privado (empresas não-financeiras e famílias) ▪ Finanças subvertendo a provisão pública de bem-estar
Implicações macroeconômicas e sociais	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Condições institucionais para práticas indexatórias via correção monetária ▪ Aumento da concentração de renda e riqueza ▪ Queda da <i>wage share</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desenvolvimento da acumulação rentista graças à “moeda financeira” ou “indexada” – financeirização elitizada ▪ Alta inflação com estagnação do investimento produtivo ▪ Níveis baixos da <i>wage share</i>, comparativamente à média internacional 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Governo tenta conciliar os interesses da acumulação rentista-patrimonial com as políticas sociais ▪ Estabilização da inflação (1995) e recuperação do investimento produtivo a partir de 2004 ▪ Financeirização de massa via aumento moderado da <i>wage share</i>, colateralização da política social, expansão da oferta de crédito ao consumo, dos fundos de previdência privada, seguros e novos serviços financeiros às famílias e empresas

Fonte: Elaboração própria.

Mas, no segundo período 1981-1994 (Quadro 2), esses dispositivos geram regularidades econômicas que já estão presentes e são sancionados pelo poder estatal como parte das estruturas que reproduzem a economia brasileira, apesar de suas contradições e condições macroeconômicas adversas. O valor passa para 2,04, expressando que para cada unidade monetária imobilizada em capital fixo produtivo tem-se duas outras alocadas em atividades financeiras e rentistas. A poupança e o investimento financeiros começam a substituir a poupança e o investimento produtivos, travando o crescimento econômico. Esse resultado é compatível com a estagnação com alta inflação que marcou esse segundo período.

No terceiro período, 1995-2015, que corresponde ao de surgimento e consolidação do atual regime de acumulação, a desconexão entre as atividades financeiras e as atividades produtivas é gritante. Para cada Real imobilizado em capital fixo produtivo tem-se 7,66 aplicados no mercado financeiro, promovendo a acumulação rentista-patrimonial às expensas do desenvolvimento socioeconômico brasileiro.

3 A alta finança invade o campo social e remercantiliza os gastos de legitimidade do Estado

Os gastos de legitimidade correspondem às despesas públicas que justificam o poder de tributar nos Estados democráticos de direito, ao mesmo tempo em que respondem às demandas da sociedade por serviços e políticas públicas, incluindo os sistemas de proteção social. A alternativa seria antidemocrática, isto é, através de regimes políticos ditatoriais cujos sistemas fiscais se impõem sem contrapartida correspondente na estrutura dos gastos sociais voltados à melhoria das condições de vida da população.

Com o desenvolvimento da acumulação bancária e fortalecimentos das elites rentistas em um novo patamar possibilitado pela consolidação e interconexão em tempo real dos mercados financeiros globais, o setor financeiro na sua grande complexidade tem buscado sistematicamente conquistar novos espaços de revalorização. Dentre eles, encontram-se os serviços tradicionalmente providos pelos Estados nacionais como saúde, educação e os sistemas de previdência social. Esses serviços são considerados nichos de mercado com potencial de expansão apenas se sua oferta pública e universal for suprimida ou reduzida a um mínimo que desestimule sua demanda, junto ao Estado, por parte da sociedade. No caso dos sistemas educacional e de saúde públicos no Brasil, o sucateamento da provisão pública, por força do subfinanciamento (Bahia 2013; Lavinias 2017), tornou-se patente ao longo da década de 1980, já nos primórdios da financeirização pelos ganhos inflacionários com base na crise fiscal do Estado. Apesar da elevação do gasto público nos anos recentes⁷, esse padrão não foi revertido, mas agravado (Lavinias 2017a).

A despeito do contrato social consagrado na Constituição de 1988, a primeira onda neoliberal dos 90 passa a ressignificar o papel da política social, introduzindo controles, condicionalidades, programas residuais em detrimento de políticas universais, preferência por transferências monetárias em lugar de provisão desmercantilizada, esta arrebatada

⁷ O gasto social total da esfera federal apenas, porém considerando gasto direto e gasto tributário, subiu de 12.9% do PIB em 2002 para 17.5% em 2015 (Tesouro Nacional 2016).

rapidamente pela lógica financeira dos seguros. Vale recordar que 68.8%⁸ do gasto social do governo central em 2015 toma a forma de *cash*, percentual praticamente idêntico ao registrado em 2002, então de 70.1% (Tesouro Nacional 2016). Ou seja, essa dimensão estrutural do gasto foi mantida, apesar de um *bias* que, na verdade, tolhe a provisão pública de serviços, empurrando a população para a provisão privada e, ao mesmo tempo, favorecendo a captura da política social pelo setor financeiro, como se evidencia adiante.

No entanto, há uma alteração importante na distribuição do gasto social do governo central na sua forma monetária: com a criação do Programa Bolsa Família em 2014 e a revalorização do salário mínimo, que remunera outros benefícios assistenciais, como o BPC, o peso das transferências não-contributivas aumenta significativamente, passando a representar não mais 3.7% do total, mas 8.8% entre 2002 e 2015, enquanto recua, no mesmo período, a proporção dos gastos com benefícios previdenciários, de 62.3% para 53,2%⁹. Esse é um dado relevante, pois sinaliza um incremento expressivo do grau de monetização dos grupos mais vulneráveis, sujeitos a déficits agudos de renda, mas agora cobertos pelo direito a um mínimo de subsistência. Ou seja, isso permite uma rápida e ampla incorporação ao mercado (Lavinias 2013) sem que isso tenha levado a uma superação da heterogeneidade estrutural que ainda caracteriza o mercado de trabalho no Brasil.

3.1 A financeirização da saúde e da educação superior

Em paralelo, contudo, parte considerável do orçamento da esfera da proteção social foi recorrentemente desvirtuado para outros fins, agravando o quadro de subfinanciamento em setores como saúde e educação, que devem, em princípio, equalizar oportunidades

⁸ Tomamos como proxy do gasto social na forma de *cash* as despesas registradas nas rubricas previdência social, assistência social e trabalho e emprego, que são as que reúnem a quase integralidade dos benefícios monetários pagos à população, sejam eles contributivos ou não-contributivos.

⁹ Tesouro Nacional 2016, tabela 2, página 11.

entre cidadãos rompendo com a lógica do acesso vinculado à renda. O quadro da saúde, onde a progressão da medicina privada foi extraordinária, serve de ilustração.

Enquanto o gasto direto do governo central no setor praticamente não se altera entre 2005-2015, variando de 1,47% do PIB para 1.64% (Tesouro Nacional 2016)¹⁰, tiveram lugar desonerações de grande monta no âmbito do orçamento da Seguridade Social, levando a uma perda de receita estimada em cerca de R\$ 637 bilhões¹¹ no período, prejudicando notadamente o SUS. Da mesma maneira, em igual intervalo de tempo, o gasto tributário com saúde somou R\$ 199,1 bilhões (Tesouro Nacional 2016¹²), sendo que destes, 40% representaram deduções de despesas médicas do Imposto de Renda de Pessoa Física.

Ocké-Reis e Gama elaboraram um diagnóstico preciso do volume total de desonerações dos mais variados tipos que asfixiam o bom funcionamento do SUS. Após identificar a gama de renúncias vigente com despesas de saúde para famílias e empresas, os autores constataram “que o gasto tributário em saúde (renúncia de arrecadação fiscal) como proporção das despesas com ações e serviços públicos de saúde do Ministério da Saúde se manteve praticamente estável entre 2003 e 2013” (2016:22), em torno a 30%. Em outras palavras, praticamente 1/3 do orçamento potencial para ações de saúde por parte do governo federal foi desprezado ao longo de 10 anos, em benefício notadamente do consumo de medicina privada, majoritariamente praticado pelas famílias mais bem aquinhoadas do país.

Enquanto isso, o valor de mercado das empresas de planos de saúde e das seguradoras privadas soma em 2015 R\$ 40,4 bilhões, contra R\$ 12,2 bilhões em 2002, tendo, portanto, triplicado em apenas 13 anos (Lavinias 2017a), enquanto seu número diminuía, em função de um processo acelerado de fusões e aquisições. Já o número de famílias beneficiárias

¹⁰ Gráfico 13, página 47.

¹¹ Tal montante, expresso em valores reais de dezembro de 2015, cobre desonerações com COFINS, CSLL, PIS-PASEP para o período de 2005-2015. As desonerações nas contribuições previdenciárias não foram consideradas pois dizem respeito à receita previdenciária. No total, considerando ambas, as desonerações alcançaram R\$ 912,9 bilhões nesses dez anos.

¹² Tabela 37 – em valores de dezembro de 2015.

de planos privados de saúde¹³ sobe de 35,4 milhões para 50,3 milhões em igual período, num ritmo, portanto, menos intenso, o que dá a dimensão da rentabilidade do setor de saúde complementar no país.

O mesmo ocorre com a educação em geral, e com o ensino superior em particular, onde a provisão privada avançou significativamente. De fato, a fase recente de retomada do crescimento econômico registrou um deslocamento importante de alunos, na faixa 5-17 anos, do ensino público para o ensino privado elementar e médio, em todos os decis da distribuição (Lavinias 2017), apesar de o gasto público com educação ter aumentado e de os preços dos serviços privados terem sofrido aumento real de 8.5% a.a. em média, contra 1.9% a.a. dos salários no período.¹⁴ É na educação superior, porém, onde esse movimento contraditório e revelador da erosão provocada pela dominância financeira ganha dimensões e uma sistemática surpreendentes.

É sabido que na gestão do governo do Partido dos Trabalhadores foram criadas 14 universidades públicas em distintas regiões do país, além de ter-se expandido sobremaneira o FIES (Fundo de Financiamento Estudantil)¹⁵ bem como outros mecanismos de acesso à educação superior¹⁶. Essa estratégia de expansão da oferta de vagas no ensino superior revelou-se, no mínimo, ambígua: o percentual de estudantes universitários em instituições privadas já alto, passa de 70% em 2003 para 75% em 2015 (INEP 2016). O mais surpreendente, no entanto, é que o gasto com FIES, nesse mesmo ano, alcança pouco mais de R\$ 15 bilhões, contra R\$ 1,3 bilhão em 2003 e passa a representar 46% de toda a despesa do governo central com universidades públicas federais em 2015 (Tesouro Nacional 2016).¹⁷ Essa progressão geométrica do crédito estudantil em curto espaço de tempo estimulou a formação de grandes conglomerados na

¹³ Exclusivamente planos de assistência médica com ou sem cobertura odontológica.

¹⁴ Lavinias 2015, dados calculados pelo IPCA do IBGE.

¹⁵ O FIES foi criado em 1999, mas conheceu uma expansão extraordinária a partir de 2007 na segunda gestão do governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

¹⁶ PROUNI – Programa Universidade para Todos, criado em 2004, oferece bolsas de estudo (integral ou 50%) para estudantes oriundos de famílias de baixa renda ou

¹⁷ Nesse ano, o gasto do governo central com ensino superior somou R\$ 34 bilhões aproximadamente.

área da educação, tais como o grupo Kroton/Anhanguera, Estácio Participações S.A., Ser Educacional S.A. ou Anima, para nos atermos aos maiores. Ademais, permitiu que eles consolidassem posições no mercado mediante estratégias agressivas de aquisições e fusões, apoiadas em abertura de capital a partir de 2007. A tabela 1 retrata a velocidade com que cresceu não apenas o número de matrículas nessas instituições, mas sobretudo o percentual de estudantes contemplados com financiamento do FIES, que cobria 100% do valor da mensalidade. Vê-se que tal proporção em torno de 10% em 2010, ultrapassa o patamar de 40% a partir de 2014, em todos os casos analisados.

Tabela 1 - Brasil, Alunos do FIES, 2010 a 2015

Ano/Trimestre	Milhares de alunos inscritos (trimestre 4)				Percentual de estudantes detentores de FIES			
	Estácio Participações	Kroton Educacional	Ser Educacional	Anima	Estácio Participações	Kroton Educacional	Ser Educacional	Anima
2010.4	n.d.	8	1	3	-	11%	4%	10%
2011.4	15	20	3	6	8%	21%	9%	21%
2012.4	41	59	16	12	20%	45%	33%	35%
2013.4	76	87	31	20	32%	56%	45%	46%
2014.4	123	259	48	34	42%	61%	48%	48%
2015.4	136	238	56	29	41%	54%	45%	40%

Fonte: Relatórios trimestrais da Estácio Participações S.A., Kroton S.A., Ser Educacional S.A. e GAEC Anima S.A. n.d. = não disponível. Valores referentes ao último trimestre.

Não bastasse o governo assegurar com financiamento pleno mais de 40% das matrículas nessas instituições privadas, assumindo para si o risco da inadimplência, estimada em 47% em 2014 (com metade dos alunos em default, não tendo feito nem um único pagamento nesse ano), ele ainda contribuiu diretamente para a valorização espetacular das ações dessas empresas, cuja progressão acompanhou a curva da oferta de financiamento público. À medida que aumentava o número de alunos com FIES nessas universidades privadas de segunda linha, aumentava também o valor de mercado das empresas. Esse duplo movimento, casado, fez com que essas mesmas corporações, agora de alcance internacional, como a Kroton - a maior do planeta - multiplicassem seu patrimônio líquido em inúmeras vezes em poucos anos. No caso da Kroton, por exemplo,

este pula de R\$ 40,6 milhões em 2004 para R\$ 12,6 bilhões em 2014 (Lavinias 2017a:152)¹⁸.

A dominância financeira regula a oferta de serviços de assistência à saúde no SUS e no setor complementar; formata a expansão da oferta na educação, em particular no ensino superior, mas não apenas; vai minando o regime de repartição simples do seguro social público ao desmontar os mecanismos de solidariedade e aprofundar a lógica individual do sistema de capitalização, premiado de várias maneiras, entre elas mediante incentivos tributários.

3.2 Bancarização e inclusão financeira via crédito de consumo: na mira, pobres e baixa renda

Contudo, no caso brasileiro, a **financeirização em massa** (Becker et al 2010) ganhou um veio singular, apoiada que foi por mecanismos antes inexistentes de acesso ao sistema financeiro, via bancarização e, em particular, oferta de crédito de consumo, na modalidade consignado. E isso se deu em meio a uma extensão do processo de incorporação ao mercado, mediante aumento das transferências monetárias não-contributivas e contributivas.

A bancarização avançou com o estímulo do Estado à abertura de contas individuais para beneficiários de programas sociais, como o Bolsa Família, que, de imediato, ao dispor de uma conta bancária, são apresentados a um vasto conjunto de pequenos seguros, de valor baixo e efetividade questionável. Da mesma maneira, passam a ter acesso a linhas de crédito no grande varejo, a taxas nominais de juros de mercado. No Brasil, o universo de adultos com algum tipo de relacionamento bancário alcança, na atualidade, 87% (*Valor Econômico* 15/03/2017).

Mas a onda de inclusão financeira não se restringiu à titularidade de contas e à expansão do mercado de seguros (saúde, funeral, etc), que, depois de décadas de estagnação, volta a crescer. Se, entre 1990 e meados da década de 2000, a política financeira não logrou

¹⁸ Se tivesse corrido a fusão entre Kroton e Estácio tal como noticiado pela imprensa (*Valor Econômico* 17/03/2017), o valor de mercado da nova empresa poderia superar R\$ 28 bilhões.

fazer do crédito bancário um aliado de monta do desenvolvimento (Hermann 2010), a partir de 2003 essa conexão se materializa. Assim, o saldo de crédito que representava tão somente 22% do PIB em 2001, mais que dobra, chegando a praticamente 55% em 2015 (Banco Central 2016), em meio a um contexto macroeconômico mais favorável.

A conjuntura de recuperação, porém, não explica tudo. A linha de crédito de expansão explosiva foi justamente o crédito à pessoa física recursos livres (Borça Júnior e Guimarães 2015; Lavinias 2017), incentivado que foi pela criação, em 2003, do crédito consignado¹⁹, que priorizou o atendimento preferencial de funcionários públicos e aposentados e pensionistas, ambas as categorias representando atualmente mais de 90% dos tomadores de empréstimos da modalidade (Banco Central 2015). Embora igualmente extensivo aos trabalhadores do setor formal, o crédito consignado passa a ser usado pelo setor financeiro para captar uma clientela cuja característica é ter o Estado como o fiador de sua renda. Ou seja, pagamentos feitos pelo Estado tornam-se o colateral que praticamente elimina o risco moral para os bancos, além de assegurar uma rentabilidade nada desprezível: enquanto as taxas de juros nominais do crédito de consumo registraram média de 140% a.a. em dezembro de 2015 (ANEFAC 2016), o crédito consignado cobrava 30,7% a.a.(Banco Central 2016), com risco zero.

O desenho do crédito consignado acabou por introduzir, junto às instituições financeiras, a prática da “busca ativa” por aposentados, inclusive por parte de correspondentes bancários²⁰, bem como a disputa pelas folhas de pagamentos dos estados e prefeituras,

¹⁹ O consignado não é uma novidade em si, já tendo sido experimentado em outros países (Trumbull 2012), com formato ligeiramente distinto. Trata-se de um empréstimo com desconto automático em folha de pagamento (no caso dos ocupados, servidores públicos e assalariados) ou nas aposentadorias e pensões por morte¹⁹. O tomador de empréstimo autoriza, de forma irrevogável e irretroatável, o desconto dos valores referentes ao pagamento das prestações assumidas quando da contratação de empréstimos, financiamentos ou uso de cartões de crédito concedidos por instituições financeiras. O teto máximo do desconto alcançava, originalmente, 30% da remuneração líquida auferida. Foi, porém, elevado a 35% em 2015, em meio ao agravamento da crise econômica e à progressão inquietante do grau de endividamento e inadimplência das famílias.

²⁰ Em 1999, o Bacen criou a instituição de *correspondente* (Resoluções 2.640/1999 e 2.707/2000). Ela permite que os bancos ofereçam serviços bancários limitado por meio de empresas não-financeiras. Por seu intermédio, os bancos podem oferecer serviços de depósito e pagamento, e serviços limitados de crédito. A responsabilidade financeira, porém, permanece com a instituição financeira. (IPEA 2004).

indicando as duas clientelas-pilar desse tipo de crédito. Mais do que isso, possibilitou que bases de dados com informações sobre perfis de servidores e inativos fossem compartilhadas entre instituições públicas (responsáveis pela preservação da confidencialidade dos dados), e financeiras, novamente reduzindo riscos e custos para credores.

As consequências são conhecidas. Enquanto, em 2002, survey do Banco Mundial com cobertura nacional, constatava que somente 10% dos brasileiros adultos de mais de 18 anos haviam obtido um empréstimo nos 12 meses que precederam a pesquisa, o Banco Central atualizou esse percentual em 2015 para 34% (*Valor Econômico* 15/03/2017). A grande maioria dos tomadores de crédito seguem sendo as famílias de baixa renda (Lavinias 2017). A título de ilustração, vale recordar que somente em 2014, 61% dos novos empréstimos contraídos junto ao setor financeiro nacional o foram por indivíduos com renda familiar mensal inferior a 3 salários mínimos. Essa informação procede do Banco Central que, ademais, assinala que o grau de comprometimento da renda familiar dos tomadores dessa mesma classe de renda, com pagamento de dívidas, atinge 73% (2014), contra 64% em média. Valores que são, qualquer que seja a métrica, surpreendentemente altos.

O grau de endividamento das famílias brasileiras²¹ exclusivamente com crédito de consumo (recursos livres²²), marco inconfundível do processo de financerização em curso, corresponde hoje a 28,7% do PIB (Banco Central 2015), um patamar quase idêntico ao das famílias americanas, cuja dívida atinge 30% do PIB dos US. Esse percentual é considerado, aos olhos do Federal Reserve americano, tecnicamente muito elevado.

E como não registrar que esse grau de endividamento não cessa de aumentar, a despeito da profunda recessão que castiga a economia brasileira desde 2015? Em 2016, 56,2% de

²¹ Todas e não exclusivamente as dos tomadores de empréstimos.

²² Excluído, portanto, o crédito hipotecário.

todos os domicílios brasileiros declararam ter dívidas para com o setor financeiro, sendo que 1 em cada 4 encontravam-se inadimplentes.

O crédito de consumo vem financiar necessidades não atendidas pelas políticas públicas e não apenas permitir a aquisição de bens duráveis e bens salários, que, ademais, deveriam ser acessíveis mediante salários valorizados e adequados e uma estrutura tributária mais justa.

A financeirização vai romper novas fronteiras no processo de re-mercantilização da política social, reconfigurando suas formas, alcance e sentido, com consequências ainda pouco estudadas sobre a reprodução das desigualdades e das vulnerabilidades sociais e na reformatação dos sistemas de proteção social, crescentemente amputados de sua dimensão pública. A seguridade social é penalizada, pois privada de recursos vinculados e exclusivos, o que dilapida a qualidade e a cobertura da provisão pública, qualquer que seja ela. Com isso, reforçam-se padrões segregados e altamente estratificados pela renda. Pelo lado das transferências monetárias, elas tampouco escapam ao processo de financeirização, pois vão servir de colateral para lastrear o boom do crédito de consumo e favorecer a captação pelo setor financeiro de rendas que deveriam servir ao aprimoramento real das condições de vida de quem segue a margem, discriminado, embora incluído. Sua rápida progressão, alcançando massivamente os segmentos mais vulneráveis da população tem significados outros que tão somente solucionar falhas de mercado e assegurar alguma estabilidade sócio-econômica. Sua função é redefinida pelo regime de acumulação do capitalismo financeirizado, também na periferia.

É possível estabelecer uma clara relação – e de qua natureza - entre financeirização e mudanças na provisão de bens e serviços públicos a partir das tendências apontadas nas seções anteriores?

4 Financeirização e mudanças na provisão de bens e serviços públicos: evidências empíricas

Nesta parte do artigo, objetiva-se investigar a relação entre financeirização e mudanças na provisão de bens e serviços públicos, bem como a importância da existência de colaterais (salário mínimo e benefícios monetários - aposentadoria/bolsa família, BPC) para que a financeirização em massa ganhe densidade.

A primeira hipótese a ser testada nesta seção é a de que o aumento da financeirização contribui para a redução da oferta de serviços públicos desmercantilizados (saúde e educação), ao mesmo tempo em que estimula a previdência complementar. Reciprocamente, como a redução ou a precarização da oferta pública, seja focalizada ou universal, cria nichos de mercado para as empresas que operam nesses setores, ela expande a demanda da sociedade pela produção e oferta privadas. Observe-se que o sucateamento da provisão pública nas áreas de educação e saúde, no Brasil, precedeu o crescimento da produção e oferta privadas. O que se assiste atualmente é a implementação de medidas governamentais que visam, deliberadamente, subfinanciar e, com isso, precarizar o setor público nessas áreas de maneira a justificar, no plano orçamentário e da opinião da sociedade, sua substituição pela produção e oferta privadas.

Para testar essa hipótese são utilizadas séries temporais com periodicidade mensal, entre março de 2004 a dezembro de 2014, contemplando um total de 130 observações. O período escolhido inicia-se em 2004 porque algumas das principais variáveis utilizadas estão disponíveis apenas nessa periodicidade. Abaixo estão descritas as variáveis utilizadas no modelo.

FATORDELIC = Fator acumulado da Selic como uma proxy para a financeirização da economia.

GSSA = Gastos sociais com provisão in kind, somatórios dos gastos com educação e saúde do governo central. Fonte SIGABRASIL.

PREVCOM = Patrimônio líquidos dos fundos de previdência complementar. Previdência Complementar - Fechada - Valor do ativo das Entidades – Total. Fonte EFPC Dataprev.

É importante ressaltar que a renda de juros reais capitalizada, isto é, o fator acumulado da Selic constitui um componente fundamental da acumulação rentista-patrimonial no Brasil, na medida em que garante alta liquidez e rentabilidade aos detentores de ativos financeiros. Não se trata apenas dos fluxos de juros da dívida pública, mas dos juros capitalizados em quase todos os instrumentos de crédito existentes e ofertados às famílias brasileiras. O crédito é extremamente caro no Brasil, comparativamente aos padrões internacionais.

No que diz respeito ao tratamento das séries, destaca-se que: i. As séries tiveram seus valores corrigidos para valores de dezembro de 2014. O deflator utilizado foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor-Amplo (IPCA); ii. As séries gastos sociais e previdência complementar foram ajustadas sazonalmente por meio do método multiplicativo X-12 ARIMA e iii. Todas as variáveis foram transformadas em logaritmos.

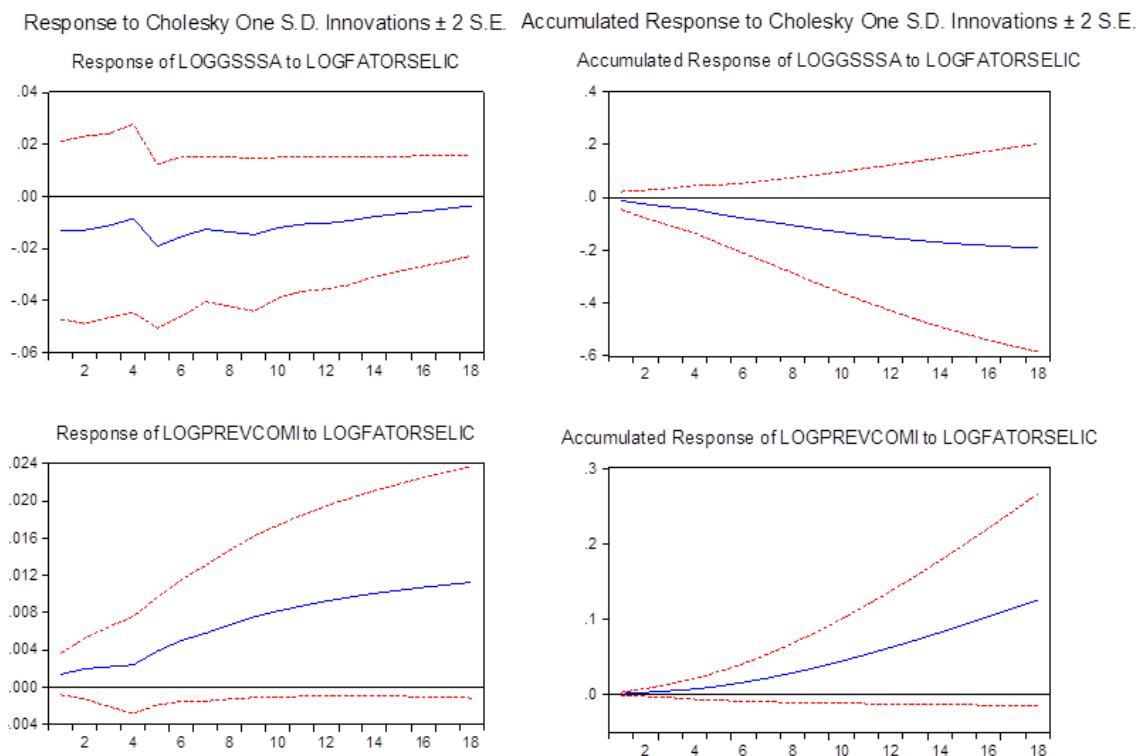
Os resultados dos testes de raiz unitária empregados (Dickey-Fuller Aumentado e Phillip Perron) indicam que as variáveis utilizadas possuem uma raiz unitária, isto é, são não-estacionárias.²³ No entanto, a estimação de um VAR com todas as variáveis em nível mostra-se consistente com o propósito desta análise, que é apenas o de identificar como variáveis gastos sociais e previdência complementar reagem a um choque na variável financeirização.²⁴

Os resultados desse modelo VAR são ilustrados na Figura 1, que sintetiza os efeitos de um choque (não acumulado e acumulado) na variável proxy para a financeirização da economia e a resposta dos gastos sociais in kind e da previdência complementar. Observa-se que, em virtude de um aumento na financeirização, a resposta dos gastos sociais desmercantilizados é claramente negativa, enquanto a previdência complementar responde positivamente a esse choque, como esperado.

²³ Hamilton (1994).

²⁴ Sims, Stock e Watson (2001).

Figura 1 - Resposta dos gastos sociais in kind e da previdência complementar a um choque positivo na variável proxy para a financeirização



Nota: modelo estimado com 4 defasagens

A segunda hipótese a ser testada, conforme explicitado nas seções anteriores deste artigo, é a necessidade de se estabelecerem colaterais que permitissem a materialização da financeirização em massa, bem como que esta tenha seguido uma rota de expansão acelerada. Julgamos que a elevação em termos reais do salário mínimo jogou papel fundamental nesse processo, mas não apenas. A extensão da cobertura dos benefícios assistenciais, por menor que fosse seu valor monetário, aumentou em muito o grau de monetização assegurada pelo Estado. Da mesma forma, a progressão das aposentadorias, supõe-se ter tido igual relevância, ampliando, via política social, a oferta de colaterais, tendo o Estado como fiador.

Para investigar essa questão estimamos um modelo que relaciona, entre junho de 2000 e dezembro de 2014, as seguintes variáveis:

Aposentadorias e Pensões (AEP). Fonte Siga Brasil.

Amparo ao Idoso e Deficiente (BPC). Fonte Siga Brasil.

Salário Mínimo (SMR). Fonte Ipeadata.

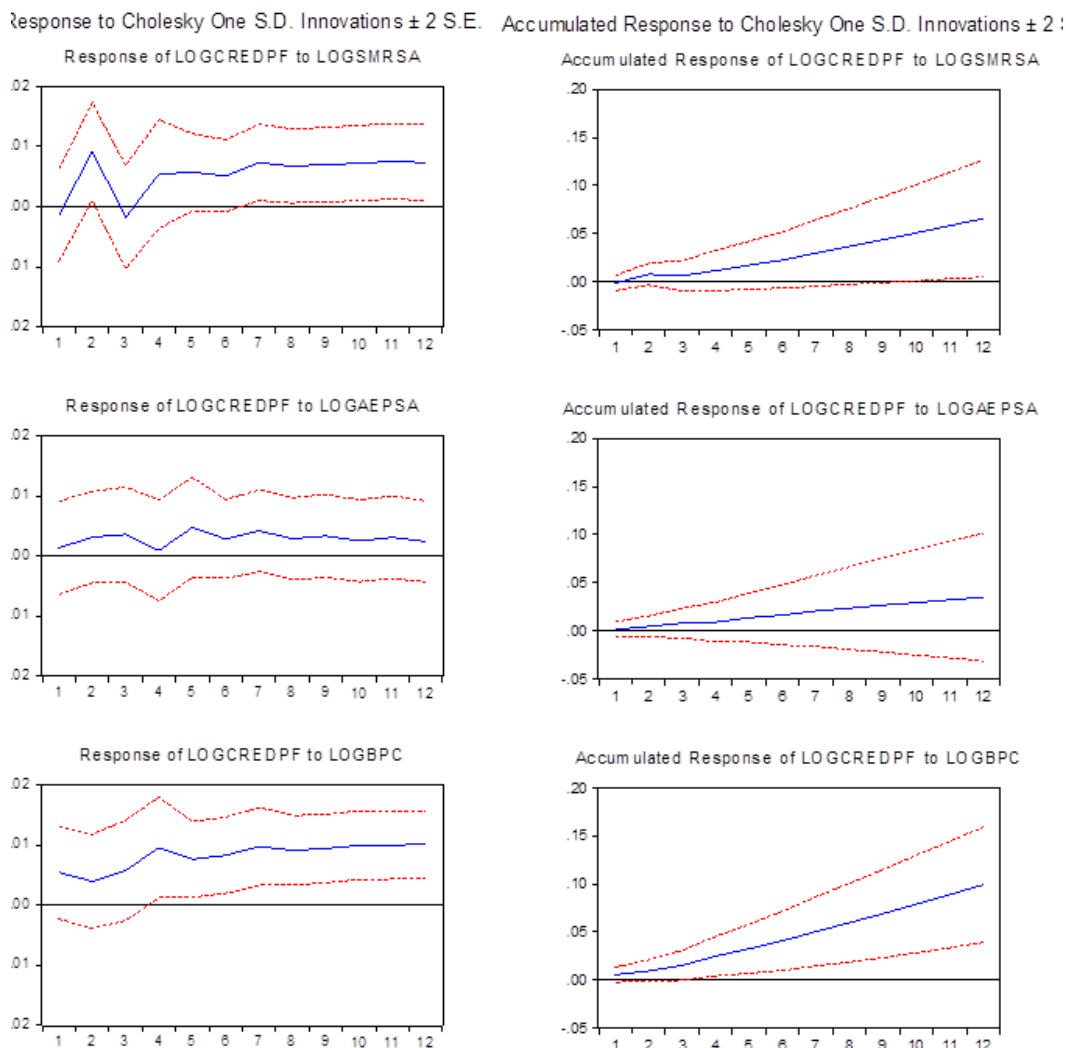
Concessões de crédito com recursos livres pessoas físicas (CREDPF). Fonte: BCB.

Destaque-se que a série referente aos gastos com o Bolsa Família também poderia ser acrescentada a este modelo. No entanto, como ela, diferentemente das demais representativas do fluxo contínuo de renda, se inicia apenas em 2004, e que o modelo possui um bom ajuste com dados desde o ano 2000, optou-se por deixá-la de fora desta etapa da análise.

Todas as variáveis foram deflacionadas, dessazonalizadas e transformadas para a forma logarítmica. Novamente os testes de raiz unitária aplicadas indicaram a presença de uma raiz unitária e optou-se por estimar um modelo VAR com as variáveis em nível.

A Figura 2 ilustra a resposta do crédito a choques nas variáveis salário mínimo, BPC e aposentadorias e pensões. Nela observa-se que, choques nas variáveis salário mínimo real, BPC e aposentadorias e pensões implicam elevações significativas na variável concessões de crédito com recursos livres a pessoas físicas. Dito de outra maneira, de fato, é possível associar o crescimento do salário mínimo e das aposentadorias e pensões ao aumento do colateral necessário para a expansão do crédito em massa concedido na economia.

Figura 2 - Resposta do crédito a um choque (acumulado e não acumulado) nas variáveis salário, BPC e aposentadorias e pensões



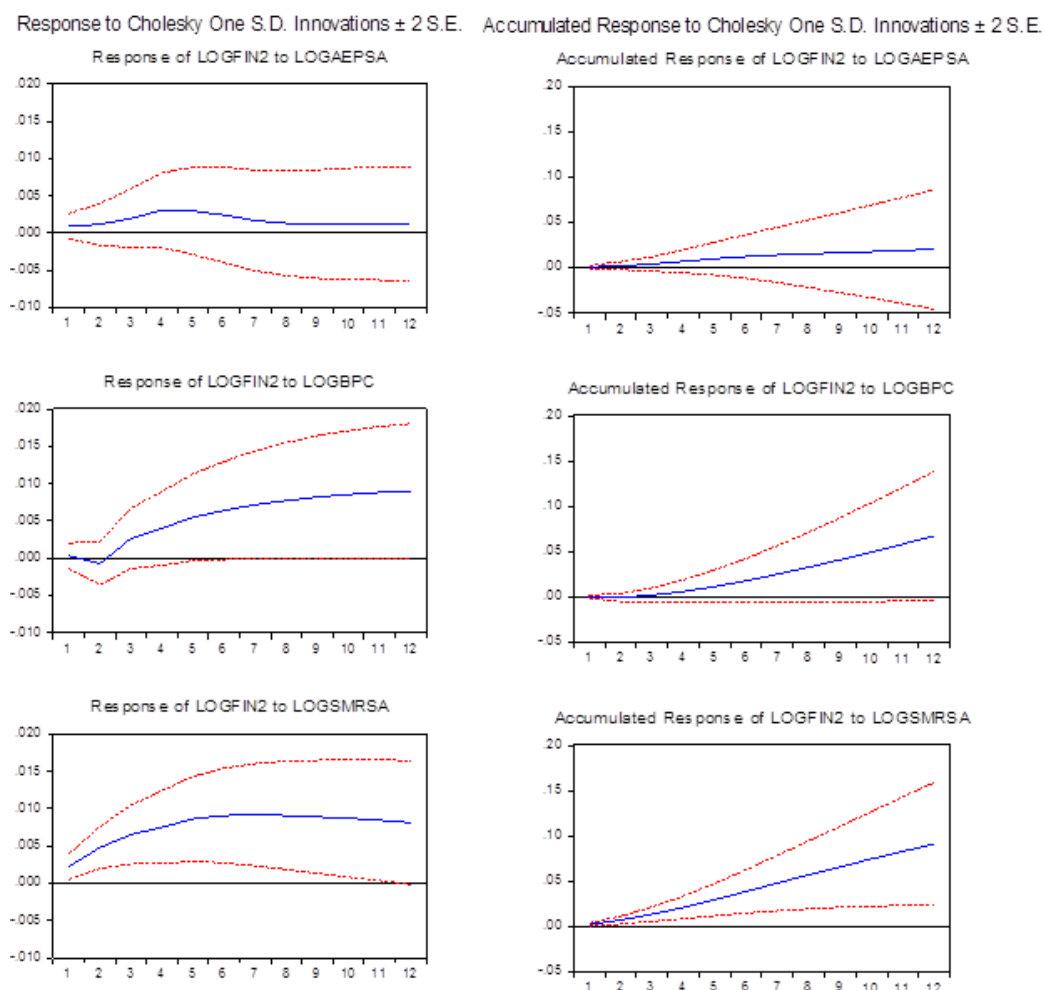
Nota: modelo estimado com 3 defasagens

Na tentativa de continuar oferecendo subsídios sobre a financeirização em massa da economia brasileira, as variáveis do modelo anterior que representam o “colateral”, serão relacionadas a uma variável de financeirização, ao invés da variável crédito. Essa *proxy* utilizada para a financeirização (FIN) representa o fluxo acumulado de renda anual da diferença entre os agregados monetários M4 e M1²⁵, a preços constantes de dezembro de

²⁵ M4 envolve depósitos para investimento, emissões de alta liquidez, realizadas no mercado interno por instituições depositárias, as que realizam multiplicação de crédito, captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e a posição líquida de títulos registrados no SELIC + títulos públicos de alta liquidez.

2015. Como ela se baseia no estoque de ativos financeiros não-monetários em poder das famílias e empresas, acredita-se que é uma proxy significativa da financeirização da economia brasileira. Enquanto a primeira variável utilizada como proxy para a financeirização (fator Selic) associava-se mais aos títulos da dívida pública, esta associava-se mais à financeirização em massa. Para ilustrar os resultados da associação das variáveis representativas dos colaterais à proxy de financeirização, a Figura 3 apresenta a resposta da proxy para a financeirização em massa nas variáveis salário, BPC e aposentadorias e pensões.

Figura 3 - Resposta da financeirização a um choque (acumulado e não acumulado) nas variáveis salário mínimo, BPC e aposentadorias e pensões



Foi excluído do M4 o agregado do M1 (papel moeda em poder do público e os depósitos à vista), obtendo-se uma variável correspondente ao estoque total de ativos financeiros não-monetários.

Nota: modelo estimado com 3 defasagens

A Figura 3 mostra que, de fato, é necessário garantir fluxos de renda contínuos para alimentar a extensão do sistema financeiro, isto é, a monetização é indispensável para o processo de financeirização em massa. Isso porque a elevação nas variáveis que operam como colaterais nos sistemas de crédito (salário, aposentadoria e pensões e BPC) implicam elevação na variável proxy para a financeirização em massa aqui utilizada, podendo-se dizer que elas permitiram sua materialização, bem como que esta tenha seguido uma rota de franca expansão. A colateralização da política social vai jogar papel primordial em forjar esse novo nexos com o setor financeiro, estabelecendo a ponte de acesso a inúmeras e crescentes formas de inclusão financeira. E cabe ao Estado brasileiro ser o fiador desse mecanismo tão particular de financeirização em massa.

5 Considerações finais

O processo de financeirização da economia brasileira é não apenas precoce, é também singular, em diversas de suas dimensões institucionais. Como demonstrou este artigo, o Brasil apresenta várias das características já documentadas pela literatura internacional sobre esse fenômeno estrutural e mencionadas na introdução deste artigo

As origens da financeirização no Brasil remontam aos anos 1980. Período marcado pela alta inflação inercial e pelas tendências à estagnação do produto e da renda. Com a generalização das práticas de indexação de preços e salários, as elites financeiras e rentistas se fortaleceram, juntamente com a forte concentração bancária, ao mesmo tempo em que o Estado e suas ainda incipientes estruturas de bem-estar, rapidamente, se fragilizaram. As análises desenvolvidas neste trabalho trazem evidências empíricas da existência de uma modalidade de financeirização restrita e elitizada, nessa década. Dada a forte concentração do estoque de riqueza real e financeira, a revalorização rentista-patrimonial permaneceu centrada nas classes de mais alta renda e grandes empresas nacionais e estrangeiras. Esse tipo de financeirização tinha como ponto de partida os ganhos inflacionários e o elevado endividamento público, como principal eixo da acumulação financeira. Esta é uma das principais razões para o progressivo deslocamento do Estado como agente promotor do desenvolvimento nacional através da acumulação produtiva e industrial. Marca a primeira inflexão das políticas desenvolvimentistas no Brasil.

No período atual, graças à liberalização financeira e comercial articulada com a estabilidade de preços a partir de 1994, os canais de apropriação do excedente econômico pela alta finança brasileira se conectam às práticas observadas em suas congêneres internacionais e elevam a acumulação patrimonial a um novo patamar. Trata-se agora de um processo de financeirização em massa (Becker et al 2010), em que o sistema bancário-financeiro, com os incentivos do Estado, estende a alçada da financerização aos setores populares de baixa renda, via bancarização e acesso a uma gama crescente de serviços financeiros individualizados. A colateralização da política social parece capaz de finalmente vencer as barreiras que a heterogeneidade estrutural erigia à completa e definitiva incorporação ao mercado dos setores antes excluídos. Dezenas de milhões de brasileiros foram, assim, integrados ao mercado de consumo de massa doméstico,

mediante um processo espetacular de inclusão financeira e ampliação das bases da acumulação financeira. Entretanto, a prioridade governamental dada pelos governos do Partido dos Trabalhadores à integração ao mercado de consumo deveria ter sido complementada por uma estratégia nacional de desenvolvimento. Essa estratégia incluiria não apenas uma reforma fiscal que efetivamente superasse a regressividade do atual sistema tributário, como também uma reforma do setor financeiro que o readequasse aos objetivos do desenvolvimento brasileiro. Buscaria impedir o aumento da concentração de riqueza, notadamente aquela que se acumula em ativos financeiros em poder das classes mais favorecidas.

Com a crise política e institucional de 2015-2016, o controle da alta finança sobre as estruturas de financiamento do Estado parece ter atingido seu paroxismo. Política econômica e política social passam a funcionar agora em uníssono, integradas em prol de um mesmo objetivo: ampliar, a qualquer custo político e institucional, todos os espaços possíveis de revalorização rentista-financeira. Daí a urgência das reformas neoliberais em curso, a ameaçar a ainda jovem democracia brasileira.

Bibliografia

- André, Robert & Delorme, Christine. 1983. *L'Etat et l'Economie*, Paris: Le Seuil.
- Aglietta, Michel (2000) Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society* 29(1): 146–59.
- ANEFAC – Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade. 2016. “Times Series Database”.
- Appadurai, Arjun. 2016. *Banking on Words*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Bahia, Lígia. 2013. “Financeirização e Restrição de Coberturas: Estratégias Recentes de Expansão das Empresas de Planos de Saúde no Brasil.” In *Saúde, Cidadania e Desenvolvimento*, edited by Amélia Cohn, 65–89. Coleção Pensamento Crítico 1. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado.
- Banco Central, Bases de Dados, SNC, 2015, 2016.
- Becker, Joachim; Jäger, Johannes; Leubolt, Bernhard; Weissenbacher, Rudy. 2010. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: a regulationist perspective. *Competition and Change*, vol. 14, n. 3-4, December, 2010, 225-47.
- Borça Jr., Gilberto, and Danilo Guimarães. 2015. “Impacto do Ciclo Expansivo do Crédito à Pessoa Física no Desempenho da Economia Brasileira.” *Revista do BNDES* 43 (June): 119–59.
- Boyer, Robert. 2011. *Les Financiers Détruiront-ils le Capitalisme?* Paris: Economica.
- Boyer Robert. 2000. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society* 29(1): 111–45.
- Boyer, Robert. 2004. *La théorie de la régulation. Les fondamentaux*. Paris: La Découverte.

Braga Souza, José Carlos. 1985. “Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo”, Tese de Doutorado em Economia, Instituto de Economia da Unicamp, São Paulo.

Bruno, Miguel, and Ricardo Caffé. 2015. “Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: Metodologia de Construção e Aplicação ao Caso do Brasil.” In *População, Espaço e Sustentabilidade - Contribuições para o Desenvolvimento do Brasil*, edited by Miguel Bruno. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE)/IBGE.

Bruno, Miguel, Hawa Diawara, Eliane Araújo, Anna Carolina Reis, and Mario Rubéns. 2011. “Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas.” *Revista de Economia Política* 31 (5 (125)): 730–50.

Bruno, Miguel. 2011. Financerização e crescimento econômico: o caso do Brasil, *Revista Com Ciência* n. 128, Campinas: SBPC.

Coutinho, Luciano & Belluzzo, Luiz Gonzaga. 1998. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, (11): 137-50, dez. 1998.

Dos Santos, Paulo L. 2013. A Cause for Policy Concern: the expansion of household credit in middle-income economies. *International Review of Applied Economics*, vol. 27, N. 3, 316-338.

Duménil, G. & Levy, D. 2005. Costs and Benefits of Neoliberalism – a class analysis. In *Financialization and the World Economy*. Epstein, Gerald A. (editor) 2nd ed. Massachusetts: Edward Elgar Publishing.

Epstein, Gerald A. 2014. Introduction. In *Financialization and the World Economy*. Epstein, Gerald A. (editor), 2nd ed. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, p 3-16..

Erturk, Isamail, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver, and Karel Williams. 2007. “The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions.” *Review of International Political Economy* 14 (4): 553–75.

Feijó, Carmem; Lamônica Marcos T.; Lima Sergiany S. 2016. Financialization and Structural Change: the Brazilian case in the 2000s. CEDE - Centro de Estudos sobre Desigualdade e Desenvolvimento, UFF. Texto para Discussão n. 118, outubro de 2016.

Fine, Ben 2016. “A Note towards an Approach towards Social Reproduction”. Mimeo, 16 pages.

Fine, Ben & Saad-Filho, Alfredo. 2016. Thirteen Things You Need to Know About Neoliberalism. *Critical Sociology*, 1-22.

Fine, Ben. 2014. “The Continuing Enigmas of Social Policy.” Working Paper 2014-10. Project “Towards Universal Social Security in Emerging Economies.” Geneva: UNRISD.

Fine, Ben. 2013. “Towards a Material Culture of Financialization.” Working Paper Series No. 15. United Kingdom: FESSUD.

Fine, Ben. 2009. “Financialization and Social Policy.” presented at the Conference on the “Social and Political Dimensions of the Global Crisis: Implications for Developing Countries., Geneva: UNRISD, November 12–13.

Fraser, Nancy. 2016. Contradictions of Capital and Care. *New Left Review*, July-Aug. 2016, 99-117.

González, Filipe. 2015. “The Micro-Foundations of Financialization, Status Anxiety and the Market for Consumer Credit in Chile.” PhD Thesis, International Max Planck Research School, Studies on the Social and Political Constitution of the Economy, Köln.

Hamilton, J.D. 1994. *Time Series Analysis*. Princeton: Princeton University Press

Hermann, Jennifer. 2010. “Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: Lições da Experiência Brasileira no Período 1990-2006.” *Economia e Sociedade* 19 (2): 257–90.

Himmelweit, Susan. 2017. Changing norms of social reproduction in an age of austerity. Mimeo, The Open University, UK, 17 pages.

IPEA – Institute for Applied Economic Research, and Banco Mundial. 2004. “Brasil: Acesso a Serviços Financeiros.” Rio de Janeiro: IPEA.

Karwowsky, Ewa & Stockhammer, Engelbert. 2017. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. *Economic and Political Studies*, 5:1, 60-86, DOI: 10.1080/20954816.2016.1274520

Krippner, Greta. 2012. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge: Harvard University Press.

Lapavistas, Costas. 2011. Theorizing Financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), 611-626.

Lavinas, Lena. 2017. How Social Developmentalism Reframed Social Policy in Brazil. *New Political Economy*, 2017 <http://dx.doi.org/10.1080/13563467.2017.1297392>

Lavinas, Lena. 2017a. *The Take-over of Social Policy by Financialization. The Brazilian paradox*. New York: Palgrave Macmillan.

Lavinas, Lena. 2015. Brasil 2000 : mais consumo, pouca redistribuição. In *Brasil, Sociedade em Movimento*, Pedro de Souza (org.), São Paulo: Paz e Terra, pp. 93-102.

Lavinas, Lena. 2013. “21st Century Welfare.” *New Left Review* 84: 5–40.

Mandel, Philip 2015. *The Political Economy of Microfinance. Financializing Poverty*. London: Palgrave Macmillan.

Marquetti, A. 2003. Nota metodológica sobre as informações estatísticas utilizadas na análise do padrão de progresso técnico na economia brasileira, 1950-1998. Instituto de Economia-PUC-RS.

Martin, Randy. 2002. *The Financialization of Daily Life*. Philadelphia: Temple University Press.

Ocké-Reis, Carlos O. & Filipe N. Gama. 2016. “Radiografia do Gasto Tributário em Saúde 2003-2013.” Nota Técnica no. 19. Brasília: IPEA.

Palley, Thomas I. 2007. Financialization: what it is and why it matters. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies. Working Paper, n. 525, Washington D.C.

Palley, Thomas I. 2013. *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. London: Palgrave Macmillan.

Rodrigues João; Santos, Ana C.; Teles, Nuno. 2016. Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal. *Review of International Political Economy*, 23:3, 480-510.

Sawyer, Malcolm. 2016 Confronting Financialization. In *Financial Liberalization. Past, Present and Future* P. Arestis & M. Sawyer (eds). London: Palgrave Macmillan, p. 43-87.

Schwittay, Anke F. 2014. Making poverty into a financial problem: from global poverty lines to kiva.org. *Journal of International Development*, 26, 508-519

Sims, C.; Stock, J. H.; Watson, M. W. 2001. Vector auto-regressions. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 4, p. 101-115.

Stockhammer, Engelbert. 2007. “Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime.” Working Paper Series no. 142. Political Economy Research Institute, UMASS

Sweezy, Paul. 1994. The Triumph of Financial Capital. *The Monthly Review*. [Volume 46, Issue 02 \(June\)](#), DOI: http://dx.doi.org/10.14452/MR-046-02-1994-06_1.

Tesouro Nacional. 2016. Gasto Social do Governo Central 2002 a 2015. Brasília.

Trumbull, Gunnar. 2012. “Credit Access and Social Welfare: The Rise of Consumer Lending in the United States and France.” *Politics and Society* 40 (1): 9–34.

Valor Econômico, “Fusão de Kroton e Estácio, avaliada em R\$ 28 bi, enfrenta turbulências”. 17/03/2017

Valor Econômico, “Bancarização cresceu 3.3% ao ano desde 2006, diz diretor do BC”. 15/03/2017

Van der Zwan, Natascha. 2014. “Making Sense of Financialization.” *Socio-Economic Review* 12: 99–129.