



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

LUCAS BRESSAN DE ANDRADE

**FINANCEIRIZAÇÃO NA EDUCAÇÃO SUPERIOR
PRIVADA BRASILEIRA: PERMANÊNCIA POR
ENDIVIDAMENTO, EXPANSÃO POR BENEFÍCIO
PÚBLICO**

CAMPINAS
2018



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

LUCAS BRESSAN DE ANDRADE

**FINANCEIRIZAÇÃO NA EDUCAÇÃO SUPERIOR
PRIVADA BRASILEIRA: PERMANÊNCIA POR
ENDIVIDAMENTO, EXPANSÃO POR BENEFÍCIO
PÚBLICO**

Prof. Dr. Guilherme Santos Mello – orientador

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico, área de concentração Economia Social e do Trabalho

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELO ALUNO LUCAS
BRESSAN DE ANDRADE E ORIENTADA PELO PROF.
DR. GUILHERME SANTOS MELLO.**

CAMPINAS
2018

Agência(s) de fomento e nº(s) de processo(s): CAPES

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2514-5911>

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

B754f Bressan, Lucas, 1990-
Financeirização na educação superior privada brasileira : permanência por endividamento, expansão por benefício público / Lucas Bressan de Andrade. – Campinas, SP : [s.n.], 2018.

Orientador: Guilherme Santos Mello.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. FIES. 2. ProUni (Programa). 3. Ensino superior. 4. Financeirização. 5. Política social. I. Mello, Guilherme Santos, 1983-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Financialization in brazilian private higher education : permanence by indebtedness, expansion by public benefit

Palavras-chave em inglês:

FIES

ProUni (Program)

Higher education

Financialization

Social policy

Área de concentração: Economia Social e do Trabalho

Titulação: Mestre em Desenvolvimento Econômico

Banca examinadora:

Guilherme Santos Mello [Orientador]

Cristina Almeida Helena de Carvalho

José Dari Klein

Data de defesa: 22-06-2018

Programa de Pós-Graduação: Desenvolvimento Econômico



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

LUCAS BRESSAN DE ANDRADE

FINANCEIRIZAÇÃO NA EDUCAÇÃO SUPERIOR PRIVADA BRASILEIRA: PERMANÊNCIA POR ENDIVIDAMENTO, EXPANSÃO POR BENEFÍCIO PÚBLICO

Defendida em 22/06/2018

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Guilherme Santos Mello - Presidente
UNICAMP

Prof. Dr. Cristina Almeida Helena de Carvalho
UNB

Prof. Dr. José Dari Krein
UNICAMP

Ata de Defesa, assinada pelos membros da
Comissão Examinadora, consta no processo de
vida acadêmica do aluno

Dedico este trabalho a todos aqueles que me acompanharam ao longo dessa jornada

"(O subdesenvolvimento é) um impasse histórico que espontaneamente não pode levar senão a alguma forma de catástrofe social. Somente um projeto político apoiado em conhecimento consistente da realidade social poderá romper a sua lógica perversa. Elaborar esse conhecimento é tarefa que *só a Universidade pode cumprir.*"

(*O subdesenvolvimento revisitado*, 1992, Celso Furtado.
Grifo nosso.)

"Ninguém liberta ninguém.
Ninguém se liberta sozinho.
Os homens se libertam em comunhão."

(*Pedagogia do oprimido*, 1970, Paulo Freire)

"Havemos de amanhecer"

(Trecho de "A noite dissolve os homens", in *Sentimento do mundo*, 1940,
Carlos Drummond de Andrade)

AGRADECIMENTOS

Todo conhecimento é resultado de uma criação coletiva, com o auxílio direto e indireto de inumeráveis pessoas. Isso torna impossível agradecer a todos que contribuíram com esse trabalho, tanto em sua concepção teórica, quanto em seu processo de concretização. No entanto, ao longo dessa jornada a ajuda de alguns foi essencial para sua formação e conclusão.

No que diz respeito a elaboração formal, agradeço a orientação do professor Guilherme Mello. Mais do que apoiar a temática do meu trabalho, Guilherme acreditou na minha capacidade de realiza-lo. Disponível mesmo nos momentos mais desafiadores, soube me apontar por qual caminho seguir. Permanente professora e ex-orientadora, Lena Lavinias também teve importância fundamental em sua concretização, contribuindo não apenas com a parte teórica, mas também com todo o processo de elaboração inicial. Seus textos serviram de norte e grande inspiração para boa parcela do que é tratado aqui. Criado e coordenado por ela, o grupo de estudos “Financeirização e Política Social”, sediado na UFRJ, colaborou fortemente para inspiração do conteúdo aqui exposto. Todos os seus membros, de diversas instituições, muitos dos quais aqui citados ao longo das próximas páginas, formaram a base na qual essa dissertação se assenta. Por fim, agradeço aos professores do “Centro de Estudos de Economia Social e do Trabalho” (CESIT), especialmente ao Dari Krein e ao Eduardo Fagnani, e aos membros do “Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica” (CECON), principalmente à Daniela Prates, cujos comentários em relação ao trabalho foram de grande importância, e ao Pedro Rossi. Sou grato também ao Alexandre Barreto e ao Thiago Portilho pelos esclarecimentos relativos ao *benchmark* das empresas aqui analisadas na bolsa de valores, ao Marcio Muniz por observações acerca de questões legislativas, e ao Lucas Feres e à Ana Carolina Cordilha por comentários sobre temas específicos.

Em relação ao pano de fundo do processo de criação desse trabalho, tenho muito a agradecer aos amigos que fiz no período em que fiquei na UNICAMP e aqueles que, apesar da distância, estiveram mais presentes do que nunca. Com um apoio inestimável, sou muito grato ao Pedro Gomlevsky por todo o suporte ao longo desses anos e suas inúmeras lições de vida. Ao meu grande amigo Eduardo Rawet, agradeço toda ajuda e as idas para São Paulo capital. Igualmente, tenho imensa gratidão ao Alexandre Barreto por todo auxílio nos períodos mais conturbados e confusos, juntamente com as contribuições de Pedro Fonini e Marcio Muniz. Aos vários amigos que fiz em Campinas, entre muitos que sem dúvida me esqueço, agradeço em especial ao Bruno Silva, Carlos

Iramina, Lucas Feres, Jaqueline Codogno e Márcio Mota. Sou grato também pela ajuda do meu tio, Flávio Bressan, e à Célia Rodríguez.

Por fim, não poderia deixar de agradecer à UNICAMP, como instituição, por tudo o que me foi oferecido gratuitamente, e ao próprio Instituto de Economia. Desde os inúmeros almoços e jantares no *bandejão*, passando pelas atividades esportivas e culturais, até, especialmente, a assistência médica e o suporte pedagógico. Não obstante, nada disso teria sido possível sem a contribuição, via impostos diretos e indiretos, de todo povo brasileiro, e em especial o paulista, que financiou os quase *65 mil reais*¹ gastos com meus estudos, relativos à minha bolsa e à manutenção de uma universidade sempre muito bem organizada, preservada e arrumada. Espero um dia ser capaz de retribuir ao país da maneira mais adequada possível por tudo aquilo que foi investido em mim e no desenvolvimento de minhas habilidades.

A todos os que citei aqui e aos que permanecem na memória, meu grande obrigado e gratidão.

¹ De forma muito simplificada e utilizando dados aproximados para o caso da USP, é possível estimar o custo de um aluno de mestrado em universidade com perfil próximo ao da UNICAMP, ao longo de seus dois anos de formação mais 24 meses de bolsa, em 64.321 reais (a preços de janeiro de 2018). <http://brasildebate.com.br/quanto-custa-a-usp-quanto-custa-um-aluno-na-usp/> (acesso em abril de 2018)

RESUMO

BRESSAN, L. *Financeirização na Educação Superior Privada Brasileira: Permanência por Endividamento, Expansão por Benefício Público*. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) - Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, SP, 2018.

Esse trabalho tem como objetivo constatar e analisar a financeirização da educação superior privada brasileira, com foco nos governos Lula e Dilma, apurando suas principais características. Parte-se da hipótese de que o processo de financeirização, ocorrido em nível mundial, expressa-se no Brasil com especificidades e incompletudes, ainda que alinhado ao de outros países, tendo relevância crescente na política social, na qual o sistema de educação superior se destaca como elemento representativo. Assim, é inicialmente realizada uma conceituação geral do fenômeno por meio de *sentidos* específicos, posicionando a questão abordada. Após isso, investiga-se suas origens no Brasil e a forma pela qual esse atualmente se manifesta. Por fim, utilizam-se os *sentidos* previamente definidos para apontar a financeirização ocorrida na educação superior privada em períodos recentes. Essa é apresentada por duas óticas: de um lado, um maior endividamento das famílias através de um crédito educacional subsidiado pelo governo, e, de outro, grandes conglomerados educacionais com atitudes de mercado altamente agressivas, em busca de uma valorização acionária rápida e constante. O papel do Estado é visto como fundamental nesse processo, tanto através de um custoso sistema de crédito educacional (FIES), quanto de um subsídio direto e expressivo às empresas educacionais (PROUNI). O que se encontra é um crescente número de alunos beneficiados e progressivamente endividados, anexo a uma forte mudança nesse setor, com grande número de fusões e aquisições, acompanhada de uma concentração de mercado *pari passu* a entrada dessas grandes corporações no mercado acionário, com valorização acelerada. Essas características corroboram ao menos dois dos *sentidos* apresentados, permitindo uma conclusão crítica desse processo.

Palavras-chaves: financeirização; política social; Brasil; educação superior; FIES; PROUNI

ABSTRACT

BRESSAN, L. *Financialization in Brazilian Private Higher Education: Permanence by Indebtedness, Expansion by Public Benefit*. Dissertation (Master in Economic Development) - Institute of Economics, UNICAMP, Campinas, SP, 2018.

This paper aims to verify and analyze the financialization of Brazilian private higher education, focusing on the Lula and Dilma governments, assessing their main characteristics. It is based on the hypothesis that the process of financialization, occurring at a global level, is expressed in Brazil with specificities and incompleteness, albeit in line with that of other countries, with a growing relevance in social policy, in which the higher education system stands out as a representative element. Thus, a general conceptualization of the phenomenon through specific *senses* is initially performed, positioning the concept approached. After that, it is investigated its origins in Brazil and the way in which it is currently manifested. Finally, the previously defined *senses* are used to indicate the financialization that has occurred in private higher education in recent periods. This is presented by two perspectives: on the one hand, a higher indebtedness of the families through a subsidized educational credit by the government, and, on the other, great educational conglomerates with highly aggressive market attitudes, guided by a constant stock valuation. The role of the state is seen as fundamental in this process, both through a costly educational credit system (FIES) and a direct and expressive subsidy to educational enterprises (PROUNI). The results are a growing number of students benefited and progressively indebted, coupled with a strong change in this sector, with numerous mergers and acquisitions, accompanied by a market concentration *pari passu* the entry of these large corporations into the stock market, with accelerated valorization. These characteristics corroborate at least two of the *senses* presented, allowing a critical conclusion of this process.

Key words: financialization; social policy; Brazil; higher education; FIES; PROUNI

LISTA DE QUADROS

Quadro I: Os Três <i>Sentidos</i> da Financeirização	35
Quadro II: Evolução do FIES (1999-2016)	99
Quadro III: Financiamentos pelo FIES por Curso (10 Primeiros) (2010-2016)	101
Quadro IV: Alíquotas e Base de Cálculo dos Tributos Federais por Categorias de IES	106

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico I: Taxa de Intermediação Financeira X Inflação no Brasil (1986-1993)	54
Gráfico II: Taxa de Juros Real Anual, Brasil e Estados Unidos (em %) (1997-2016)	51
Gráfico III: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pelo Sistema Bancário-financeiro Brasileiro (em % do PIB) (1994-2009)	65
Gráfico IV: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pelas Empresas não Financeiras (em % do PIB) (2005-2008)	66
Gráfico V: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pela Administração Pública (em % do PIB) (2005-2009)	67
Gráfico VI: Instituições de Educação Superior por Categoria Administrativa (2003-2016)	87
Gráfico VII: Matrículas em Cursos de Graduação Presenciais por Categoria Administrativa (2003-2016)	87
Gráfico VIII: Gasto Federal com Educação Superior com e sem o FIES (em bilhões de reais e a preços de dezembro de 2015, IGP-DI)	89
Gráfico IX: Novos Contratos do FIES (em milhares) (1999-2016)	93
Gráfico X: Estimativa do Número de Matrículas em Instituições Privadas com e sem Uso do FIES (em milhões) (1999-2015)	94
Gráfico XI: Despesa Financeira Anual do FIES por Origem (em milhões de reais) (2011-2016)	97
Gráfico XII: Custo Anual do FIES por Origem (em milhões de reais) (2011-2016)	98
Gráfico XIII: Taxa de Crescimento Anual das Matrículas em Cursos de Graduação Presencial em Instituições Privadas de Ensino Superior (1999-2016)	105
Gráfico XIV: Instituições no Brasil de Educação Superior Privadas por Categoria Administrativa (1999-2009)	108
Gráfico XV: Número de Matrículas em Cursos de Graduação Presenciais por Categoria Administrativa Privada (1999-2009)	108
Gráfico XVI: Número de Bolsas do PROUNI Ofertadas (Integrais e Parciais) (2005-2016)	109
Gráfico XVII: Estimativa do Percentual de Matrículas na Rede Privada em Cursos de Graduação Presencial em Relação ao Total de Bolsas Ofertadas (Integrais e Parciais) (2005-2016)	110

Gráfico XVIII: Despesa Financeira Anual com o PROUNI (em milhões de reais) (2005-2014) .	111
Gráfico XIX: Estimativa da Proporção de Matriculados Beneficiados em Relação ao Total de Matrículas no Setor Privado em Cursos de Graduação Presencial (2005-2015)	113
Gráfico XX: Estimativa da Proporção de Matriculados Beneficiados em Relação ao Total das Matrículas em Cursos de Graduação Presencial (2005-2015)	114
Gráfico XXI: Matrículas em Cursos de EAD e Sequenciais em Instituições Privadas (2011-2016)	117
Gráfico XXII: Patrimônio Líquido de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)	122
Gráfico XXIII: Receita Líquida de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)	122
Gráfico XXIV: Lucro Líquido de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)	123
Gráfico XXV: Valor Acionário de Empresas Seleccionadas no Novo Mercado BM&FBovespa (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)	124
Gráfico XXVI: Lucro por Ação (LPA) de Empresas Seleccionadas (2007-2016)	124
Gráfico XXVII: Variação do Valor Acionário de Empresas Seleccionadas (2007-2016)	125
Gráfico XXVIII: Valor dos Dividendos por Ação (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2008-2016)	126
Gráfico XXIX: Valor de Mercado de Empresas Seleccionadas (2007-2016) (a preços de dezembro de 2016, IPCA)	127

ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP - Análise de Componentes Principais

ANS - Agência Nacional de Saúde Suplementar

ASSESC - Associação de Ensino de Santa Catarina

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CCG - Comissão de Concessão de Garantia

CEUT - Centro de Ensino Unificado de Teresina

CFT-E - Certificados Financeiros do Tesouro série “E”

CGU – Controladoria Geral da União

COFINS - Contribuição Social para o Financiamento da Seguridade Social

COSIF - Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional

CREDUC - Crédito Educativo

CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CUT - Central Única dos Trabalhadores

DRU - Desvinculação das Receitas da União

EAD - Ensino a Distância

EBRADI - Escola Brasileira de Direito

ENEM - Exame Nacional do Ensino Médio

ESAMC - Escola Superior de Administração, Marketing e Comunicação

EUA – Estados Unidos da América

FAA - Fundação Educacional Dom André Arcoverde

FABAC - Faculdade Baiana de Ciências

FACITEC - Faculdade de Ciência e Tecnologia

FAIS - Faculdade de Sorriso

FAL - Faculdade América Latina

FARGS - Faculdades Riograndenses

FASE - Faculdade Arthur Sá Earp Neto

FATERN - Faculdade Estácio do Rio Grande do Norte

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FGEDUC - Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FHC - Fernando Henrique Cardoso

FIDC - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios

FIES - Fundo de Financiamento Estudantil

FMIEE - Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes

FNDE - Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação

fsQCA - Análise Qualitativa Comparativa Fuzzy

FUFS - Faculdade Estácio Feira de Santana

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IES – Instituição de Ensino Superior

IESAM - Instituto de Estudos Superiores da Amazônia

IGP-M - Índice Geral de Preços – Mercado

INEP - Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira

INSS - Instituto Nacional do Seguro Social

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO - *Initial Public Offering*

IRPJ - Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas

LBC - Letras do Banco Central

LB - Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional

LFT - Letra Financeira do Tesouro

LPA - Lucro por Ação

MCMV - Minha Casa Minha Vida

MEC - Ministério da Educação

MF – Ministério da Fazenda

MP – Medida Provisória

NFC - *Nonfinancial Corporation*

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PEP - Parcelamento Especial Privado

PF - Política Fiscal

PIB – Produto Interno Bruto

PIS - Contribuição para o Programa de Integração Social

PLOA - Projeto de Lei Orçamentária Anual

PM - Política Monetária

PNAD Contínua - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua

Pronatec - Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego

PROUNI - Programa Universidade para Todos

PT – Partido dos Trabalhadores

REUNI - Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais

SEAE - Secretaria de Acompanhamento Econômico

SEB - Sistema Educacional Brasileiro S.A.

SIAFI - Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal

SIDOR - Sistema Integrado de Dados Orçamentários

Sinaes - Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior

SisFies - Sistema Informatizado do FIES

SNA - *System of National Accounts*

STN – Tesouro Nacional

TR - Taxa Referencial

Unama - Universidade da Amazônia

UNCTAD - Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

UNG - Universidade Guarulhos

Uniasselvi - Centro Universitário Leonardo Da Vinci

UniBH - Centro Universitário de Belo Horizonte

UNICAMP – Universidade Estadual de Campinas

UniJorge - Centro Universitário Jorge Amado

Unimonte - Centro Universitário Monte Serrat

Unirondon - Centro Universitário Cândido Rondon

UniSeb - União dos Cursos Superiores SEB

UNISOCIESC - Sociedade Educacional de Santa Catarina

UNOPAR - Universidade Norte do Paraná

USJT - Universidade São Judas Tadeu

USP – Universidade de São Paulo

UVA – Universidade Veiga de Almeida

SUMÁRIO

Introdução	20
Capítulo I - Financeirização: Conceito e Interpretações	24
Introdução.....	24
I.1 - A Financeirização como um Fenômeno Amplo e Global.....	26
i) Um Novo Regime de Acumulação.....	27
ii) Um Novo “ <i>Ethos</i> ” Corporativo.....	30
iii) A Financeirização da Vida Cotidiana.....	31
I.2 - Aspectos Econômicos e Sociais do Capitalismo Financeirizado.....	35
i) A “Economia Política” da Financeirização.....	35
ii) Efeitos Socioeconômicos.....	36
iii) O Papel do Estado de Bem-estar Social.....	39
I.3 - A Financeirização nos Países Periféricos.....	41
I.3.1 - Elementos Semelhantes entre Países Periféricos.....	43
I.3.2 - Algumas Implicações para o Processo de Desenvolvimento Econômico e Social.....	46
Considerações Finais do Capítulo: Financeirização por Três Prismas.....	47
Capítulo II - O Processo da Financeirização no Brasil	49
Introdução.....	49
II.1 - A Evolução da Financeirização da Economia Brasileira.....	50
II.1.1 - Antecedentes.....	50
II.1.2 - A “ <i>Financeirização dos Preços</i> ”.....	52
II.1.3 - Financeirização Alimentada por Juros.....	56
II.1.3.1 - O Plano Real e o Papel do Regime de Metas de Inflação.....	56
II.1.3.2 – Crescimento do Crédito e Continuidade do Modelo Financeirizado.....	62
II.1.3.3 - Avanço da Financeirização da Economia Brasileira: Evidências e Indicadores.....	64
II.2 - Provisão Social como Instrumento de Financeirização.....	70
II.2.1 - Inclusão Financeira e Expansão do Crédito.....	71
II.2.2 - Financeirização e Política Social.....	72
II.2.3 - A <i>Proto-financeirização</i> no Âmbito das Famílias.....	75
Considerações Finais do Capítulo: Financeirização com Peculiaridades e Incompletudes.....	76
Capítulo III - A Financeirização do Ensino Superior Privado Brasileiro	80

Introdução.....	80
III.1 - A Educação Superior nos Governos Lula e Dilma: Breve Panorama.....	81
III.1.1 - Antecedentes	81
III.1.2 - O Ensino Superior nos Governos do PT (2003-2016)	84
III.2 - Os Alunos e a Financeirização da Vida Cotidiana.....	89
III.2.1 - O Novo Crédito Estudantil.....	91
III.2.2 - Financiamento para (quase) Todos.....	92
III.2.3 - Custo Real do FIES	97
III.2.4 – A (ainda) Tímida Ascensão do Crédito Educativo Privado.....	99
III.2.5 - Financiando a Carreira	99
III.3 - A Financeirização das Empresas Brasileiras de Ensino Superior	102
III.3.1 - Estímulo e Transformação.....	103
III.3.2 - Dupla de Incentivos.....	112
III.3.3 - A Educação Superior vai à Bolsa.....	115
III.3.4 - As Quatro Sociedades Anônimas	118
III.3.4.1 - Dados e Indicadores.....	121
Considerações Finais do Capítulo: Movimento Duplo de Financeirização	128
Considerações Finais.....	130
Referências Bibliográficas	135
Bibliografia Citada	135
Bibliografia Consultada.....	147
Legislação, Decretos, Leis e Medidas Provisórias	149
Matérias de Jornais, Revistas e Agências de Notícias.....	151
Sites Consultados	151

Introdução

Compreender o capitalismo contemporâneo, e, especialmente, sua formatação em um país periférico como o Brasil, não é tarefa simples. As inúmeras transformações pelas quais a economia mundial passou nas últimas décadas acarretaram mudanças no modo de acumulação existente nas nações, no funcionamento das empresas e, de forma muito significativa, na organização social. É dessa busca pela compreensão do novo, que permite uma visão mais clara da realidade presente, que surge o conceito de *financeirização*. Esse, quando transposto para o caso nacional, adquire características próprias. Dentro desse processo, a financeirização das políticas sociais se expõe, com destaque para o caso do ensino superior privado, tomando forma através do endividamento estudantil e de um incentivo, direto e indireto, do Estado na expansão de grandes conglomerados educacionais com atitudes especulativas e características financeirizadas.

Originado na heterodoxia econômica e em outras áreas das ciências sociais, a ideia de financeirização se encontra muito fragmentada e apenas recentemente parece ser melhor identificada pelo *mainstream* econômico. Os estudiosos desse conceito, cuja origem remonta os anos 80, adotam *sentidos* diversos em suas análises (VAN DER ZWAN, 2014). De um lado, há aqueles que buscam enxergar o fenômeno como um novo regime de acumulação. Nesse, ao contrário do ocorrido no regime fordista, emerge um sistema de crescimento liderado pelas finanças, com foco na obtenção de rendas financeiras, muitas vezes apartadas do lado puramente produtivo das empresas, do comércio e da produção industrial. Por outro, há um conjunto de estudos apoiados no lado *microeconômico*, com uma análise voltada à financeirização da corporação moderna. Essa é vista como diversa das anteriores por conta de um novo *ethos* corporativo dominante e baseado na valorização acionária, que deixa de ter um caráter secundário dentro da empresa para se tornar protagonista do processo de crescimento. Isso se dá, em grande parte, pelo maior domínio e pressão dos acionistas sobre o direcionamento do processo produtivo.

Há ainda um terceiro prisma, de grande relevância, pelo qual o fenômeno pode ser analisado. Esse compreende a forma pela qual a vida cotidiana da sociedade foi afetada e alterada pela financeirização. Apontando a existência de uma “*democratização das finanças*”, seu foco se dá no surgimento do “*cidadão-investidor*”. Este, influenciado por uma nova “*subjetivação contábil e financeira*”, tem sua vida transformada em um “*ativo a ser administrado*”. Tal *sentido* é

importante não só por sua capacidade de demonstrar a nova organização social e individual, mas, especialmente, por apontar a forma pela qual os Estados de Bem-estar Social foram transformados e ao mesmo tempo contribuíram para essa nova configuração.

Transpostos para o caso brasileiro, esses conceitos permanecem relevantes, porém com especificidades importantes. Aqui a compreensão correta do fenômeno da financeirização depende de uma análise clara do processo pelo qual o país passou ao longo das últimas décadas. Contrastando com um cenário de maior controle sobre o setor financeiro, a grande instabilidade dos anos 80 fez surgir uma financeirização muito peculiar, denominada na literatura da época como “*financeirização dos preços*”. Alimentada por uma forte tendência inflacionária, essa teria como característica base o uso de instrumentos financeiros como *quase-moeda*, acarretando em impactos sobre o modo de funcionamento da economia e mudanças no comportamento dos atores sociais.

Passado o momento mais agudo de crise e superada a alta inflação, tem início nos anos 90 um novo modelo de financeirização, mais próximo ao existente nos outros países. Agora são os juros elevados que se tornam os maiores protagonistas desse processo, substituindo a base inflacionária do momento anterior. Os títulos públicos, de remuneração garantida pelo governo, destacam-se nesse período, gerando uma financeirização em grande parte pautada no endividamento do Estado. A renda auferida através de ganhos financeiros se expande, especialmente no caso das empresas, adquirindo nova importância dentro do sistema econômico nacional, afetando o modo de funcionamento das firmas.

É em meio a esse novo processo que tem origem o uso da provisão social como *instrumento* de financeirização (LAVINAS, 2017b). Favorecidas, entre outros fatores, pela expansão dos benefícios sociais monetários, as famílias passam a se endividar em nível crescente, em um processo de inserção em uma nova lógica financeira. Esse aumento na quantidade de empréstimos se dá para o consumo não só de bens duráveis, mas também de serviços, mesmo aqueles considerados básicos. Acompanhado desse fenômeno e parte integrante dele, observou-se, em diversos setores da política social, o surgimento de incentivos governamentais, diretos e indiretos, que acabaram por proporcionar atividades especulativas típicas de mercados financeirizados.

Entre esses setores, a educação superior privada se destaca. De um lado, há um maior endividamento das famílias através de um crédito subsidiado pelo governo, na busca por um maior

grau de formação educacional. De outro, grandes conglomerados educacionais com atitudes de mercado altamente agressivas e pautados por uma valorização acionária constante, relegando o seu serviço oferecido a um segundo plano. O papel do Estado é fundamental nesse processo, tanto através de um custoso sistema de crédito educacional (FIES), quanto de um subsídio direto e expressivo às empresas educacionais (PROUNI). O resultado é, anexo a fatores conjunturais, uma forte mudança nesse mercado, com inúmeras fusões e aquisições, acompanhadas de uma concentração de mercado *pari passu* a entrada dessas grandes corporações no mercado acionário e a pressão constante por uma valorização acelerada.

Assim, esse trabalho se propõe a analisar o fenômeno da financeirização na educação superior privada brasileira, sem a ambição de esgotar o tema. Parte-se da hipótese de que o processo de financeirização geral, ocorrido em nível mundial, expressa-se no Brasil de um modo específico, relacionado às taxas de juros reais internacionalmente elevadas, porém alinhado ao de outros países, tendo relevância crescente na política social, na qual o sistema de educação superior se destaca como elemento representativo. Buscar-se-á, então, apontar os indícios e a forma pela qual esses elementos interagem e, por suposto, expressam-se no caso brasileiro.

Tendo esse fim em mente, a dissertação se divide em 3 partes, representadas por 3 capítulos. No primeiro é analisado, de forma geral, o conceito de *financeirização*. Busca-se demonstrar, através de uma rápida revisão bibliográfica, como os diversos autores enxergam esse fenômeno e como ele pode ser categorizado. Faz-se então breve observação de algumas peculiaridades presentes nos casos dos países mais pobres. No capítulo II essa análise é transposta para o caso brasileiro. Aqui se realiza inicialmente uma revisão preliminar do período anterior ao fenômeno, para então se partir a um exame de seu primeiro aparecimento na literatura. Realizadas essas preparações, chega-se ao cerne do capítulo: a análise do fenômeno no Brasil da década de 90 até os dias atuais. Para isso é realizada uma revisão bibliográfica diversa, em conjunto da apresentação de alguns dados empíricos. Parte-se, por fim, a um maior enfoque do papel da política social nesse processo, dando destaque as transformações mais recentes. No capítulo III é então feita uma análise focalizada no caso emblemático da educação superior privada nos governos Lula e Dilma. Para isso, utiliza-se, inicialmente, uma gama de dados empíricos, de fontes diversas (primárias e secundárias), em conjunto de uma revisão bibliografia capaz de explicitar a evolução histórico-econômica do setor. Finalmente, é realizado um esboço de avaliação das principais empresas de

capital aberto da área, através de dados empíricos primários, buscando-se mostrar maiores evidências do fenômeno previamente apontado. Chega-se, assim, as considerações finais, onde se procura resumir e articular o conteúdo exposto ao longo dos capítulos, apontando-se conclusões preliminares e possíveis aprofundamentos futuros. Espera-se, com isso, ser possível encontrar indícios significativos da hipótese previamente apresentada.

Capítulo I - Financeirização: Conceito e Interpretações

Introdução

A análise do fenômeno da financeirização é relativamente recente, ainda que os primeiros estudos sobre o tema datem do final dos anos 80² e início década de 90 (ERTUCK *ET AL*, 2008). É apenas nos anos 2000 que passa a ter uma maior relevância, tornando-se objeto de pesquisa de inúmeros autores e ganhando maior profundidade (ENGELLEN, 2008). Esse permanece sendo um conceito abrangente e com múltiplas interpretações, utilizado por várias escolas de pensamento, sem um consenso acerca de sua definição mais apropriada. Nesse sentido, carrega o mesmo fardo de dois importantes termos correlatos: globalização e neoliberalismo. Tendo origem na heterodoxia econômica, durante muito tempo permaneceu fortemente marginalizado, ganhando maior dispersão fora da ciência econômica para só então retornar ao debate na área da economia (ENGELLEN, 2008).

Essa característica, no entanto, não reduz a importância do estudo do tema, apenas verte necessária uma maior preocupação com a definição do objeto analisado. Tal como afirmam Engelen (2008) e Krippner (2005), as mudanças radicais observadas no capitalismo ao longo das últimas décadas tornam fundamental a criação de novos conceitos e estudos que permitam compreender as alterações ocorridas, assim como suas consequências para toda a economia e sociedade.

Faz-se mister destacar que a relevância crescente das finanças na economia não é, por si só, um fenômeno novo. Em seu trabalho de 1904, Thorstein Veblen já identificava uma nova interação entre o mercado de bens e capitais, em que o segundo passava a dominar o primeiro (CRUZ, 2014). Da mesma forma, diversos autores marxistas também já se baseavam nos trabalhos de Hilferding (1910) para visualizar o papel das finanças nas dificuldades crescentes do processo de acumulação capitalista.

De forma simplificada, o que diferenciaria o fenômeno antigo do atual processo de financeirização seria a existência de um “*coupon pool capitalism*” (ERTURK *ET AL*, 2008), no

² Destaca-se o caráter pioneiro de Braga (1985), que com sua tese dava início ao debate sobre a *dominância financeira*, apoiando-se em bases marxistas.

qual há um maior acesso das famílias ao mercado financeiro, uma elevação muito significativa dos intermediários financeiros e uma influência desse novo cenário nas ações tanto das firmas quanto dos grupos familiares. A ocorrência desse novo processo vai muito além da esfera familiar: altera de igual maneira as empresas, impondo uma lógica própria de acumulação e reprodução, ao mesmo tempo em que faz surgir novos agentes e instrumentos financeiros, as chamadas “inovações financeiras”. Há, ademais, um evidente impacto nas condições e formas de condução de política macroeconômica e sociais pelos Estados nacionais.

Assim, a financeirização não deve ser vista como um fenômeno realmente novo dentro dos círculos de capital. Porém, grande parcela do que a diferencia na sua forma atual está na abrangência com que as finanças se entranharam na maior parte dos aspectos da vida social, se não em quase todos (LEE *ET AL*, 2009). É destacada a sua presença crescente na dinâmica econômica, com a elevação do valor acionário, a tendência acelerada do engajamento das corporações industriais em ganhos financeiros de curto prazo, em comparação com ganhos de produtividade obtidos no longo prazo, assim como no aumento da confiança dessas empresas nos lucros gerados de acordos financeiros, em contraste com a produção industrial propriamente dita.

Também relevante é seu impacto na reprodução social, onde ela se expõe na *necessidade* da contratação de empréstimos para a manutenção de um padrão de consumo (de bens e de serviços básicos), em face da estagnação dos salários reais ou do desemprego nas economias desenvolvidas, cortes nas provisões do Estado de bem-estar social, privatização dos serviços sociais e na interação desses processos com a financeirização em si mesma. De forma mais geral, é possível afirmar que todos os agentes econômicos passam a estar atrelados ao sistema financeiro, tanto na busca pela lucratividade, quanto no *dia a dia* de suas vidas (FINE, 2013). Há uma transformação não apenas das famílias e das empresas, mas também do sistema financeiro, especialmente os bancos, com maior ênfase em atividades puramente especulativas e mudanças na gestão da riqueza. Esses passam a dar menor foco a empréstimos e mais a ativos financeiros.

Não é possível entender o fenômeno da financeirização de forma isolada (EPSTEIN, 2005). Ele se encontra fortemente inter-relacionado com a globalização e com o neoliberalismo, entendido

como uma racionalidade de amplo impacto socioeconômico³ (DARDOT; LAVAL, 2009; FINE; SAAD-FILHO, 2016). Juntos, esses três conceitos se sustentam, reforçam-se e se retroalimentam, formando o *capitalismo financeirizado* ou a *dominância financeira* (AGLIETTA, 1995; EPSTEIN, 2005).

I.1 - A Financeirização como um Fenômeno Amplo e Global

O que unifica os estudos relativos à financeirização é uma visão das finanças que vai além de seu papel tradicional de fornecedora de capital para a economia produtiva. Ao contrário, essas análises buscam entender como o crescimento da esfera das finanças globais alterou a lógica basilar da economia industrial, assim como o funcionamento e a estrutura das sociedades democráticas. Partindo desse escopo, Van der Zwan (2014) identifica três diferentes abordagens específicas sobre financeirização em voga na academia⁴, que servem como prismas e eixos (“*sentidos*”) de pensamento, não se excluindo mutuamente: i) o fenômeno visto como um novo regime de acumulação; ii) seu efeito sobre a organização e configuração das corporações produtivas e financeiras; iii) fator gerador de transformações no *dia a dia* da sociedade.

Todas essas abordagens, no entanto, perpassam a definição mais abrangente e geral exposta por Epstein (2005, p. 3), que delimita a financeirização como “o aumento do papel das motivações financeiras, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras na operação das economias domésticas e internacionais”⁵.

É importante destacar que Braga (1985) foi o primeiro autor a utilizar a essência do conceito como meio de descrever uma nova forma de gestão da riqueza, inaugurando o termo “*dominância financeira*” (BRAGA, 1985, p. 374). Sua definição se aproxima da visão aqui apontada de novo regime de acumulação. No entanto, por ser mais geral e diferir em aspectos metodológicos, será utilizada apenas de forma parcial, visando manter uma concepção mais uniforme e harmônica com as produções recentes.

³ De acordo com Dardot e Laval, (2009, p. 17), “o neoliberalismo pode ser definido como o conjunto de discursos, práticas e dispositivos que determinam um novo modo de governo dos homens segundo o princípio universal da concorrência”.

⁴ Erturk *et al* (2007) apresenta uma abordagem semelhante.

⁵ Tradução direta de “*the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*”.

i) Um Novo Regime de Acumulação

Segundo Van der Zwan, o primeiro eixo de pensamento vê a financeirização como um *regime de acumulação*⁶, possuindo entre seus membros seguidores de diversas escolas de pensamento, como a Escola Regulacionista Francesa (Michel Aglietta, Robert Boyer), a Pós-Keynesiana (Engelbert Stockhammer, Ismail Erturk), a Marxista (François Chesnais, Ben Fine, Gerald Epstein, José Carlos Braga, Costas Lapavistas), entre outros.

Esse novo regime é sucessor do sistema fordista e fruto da necessidade de geração de um sistema de crescimento liderado pelas finanças, capaz de lidar com a redução da rentabilidade do capital ocorrida nos anos 60. Essa nova forma de reprodução se baseia, em nível muito mais central, na obtenção de rendas financeiras (apartadas do lado puramente produtivo) e na valorização fictícia do capital⁷. Essa mudança se torna necessária, entre outros motivos, pelo descasamento entre os contínuos aumentos reais dos salários e a demanda por produtos industriais, fazendo surgir um regime alternativo apto a sustentar o consumo frente à estagnação dos salários reais, o que é obtido especialmente através da flexibilização do mercado do trabalho e pela expansão do crédito.

Há um longo e complexo debate sobre as causas desse processo, relacionado à queda da rentabilidade do capital no início dos anos 70 e ao fenômeno da estagflação. No entanto, é basicamente um consenso para os autores dessas escolas a necessidade de interpretar a transição no regime de acumulação. Isso permite tornar claro como a liberalização financeira foi uma forma encontrada de apartar a valorização do capital da esfera produtiva, ou de, ao menos, cada vez mais se desvincular dela.

Dentro dessa visão, Krippner (2005, p. 174) define o fenômeno como “um padrão de acumulação no qual os lucros advêm primariamente através dos canais financeiros ao invés do

⁶ De acordo com Boyer (1990, p. 35-36), um regime de acumulação representa “o conjunto de regularidades que garantem um progresso de acumulação de capital geral e relativamente coerente, ou seja, que permitem a resolução ou o adiamento das distorções e desequilíbrios a que o processo dá origem continuamente”. (No original: “*the set of regularities that ensure the general and relatively coherent progress of capital accumulation, that is, that allow for the resolution or postponement of the distortions and disequilibria to which the process continually gives rise*”.)

⁷ Em termos marxistas, aqui há um contraponto entre a valorização do capital produtivo e do capital na esfera financeira (predominantemente capital fictício), tal como os conceitos expostos por Marx (1867 [1986]), no inacabado livro terceiro de sua obra “O Capital”.

comércio e da produção industrial”⁸. O setor financeiro é aqui entendido como relativo as atividades de provisão e transferência de capital líquido na expectativa de ganhos futuros com juros, dividendos ou outras formas de capital. A base para essa afirmação se encontra no apoio histórico formulado por Arrighi [1994 (2006)], que permite compreender que a financeirização teria surgido em um período de transição de hegemonia entre capitais, quando as elites capitalistas reagem ao aumento da competição internacional com a troca de seus investimentos na produção por investimentos financeiros.

Economistas marxistas e pós-keynesianos completam essa análise através do exame empírico da nova centralidade das finanças industriais na economia dos EUA. Entre esses, temos Crotty (2005), que, indo além, aponta como, através de instrumentos financeiros, as grandes empresas não financeiras (“NFCs”, *nonfinancial corporations*) teriam passado a se tornar cada vez mais dependentes do setor financeiro em um cenário de intensificação da competição, dificuldade de manutenção de altos retornos, formação de bolhas especulativas e queda da demanda agregada global. Com isso, essas empresas, mesmo que capazes de gerar lucros, passariam a se encontrar em uma situação de limitação de capital disponível para novos investimentos produtivos. Ao mesmo tempo, tornar-se-iam progressivamente mais endividadas.

O resultado é o que ele denomina “*paradoxo neoliberal*”, no qual os ganhos de produtividade não são reinvestidos na corporação, mas sim, em sua maior parte, distribuídos aos acionistas ou usados para a compra de produtos financeiros (CROTTY, 2005). Como resultado há uma perda da capacidade de investimento de longo prazo, impedindo um crescimento mais estável, sustentável e duradouro.

Isso ocorreria, para Crotty (2005, p. 79), porque “a intensa competição no mercado produtivo tornou impossível para a maioria das NFCs alcançar altos retornos constantes, ao mesmo tempo em que o mercado financeiro demandava que essas empresas gerassem retornos sempre

⁸ Tradução direta de “*a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production*”.

crescentes ou, caso contrário, tivessem que se deparar com a queda no preço de suas ações e a ameaça de serem compradas de forma hostil por outras companhias”⁹.

Dentro desse paradoxo, o que se observa é o surgimento de um capitalismo - nas economias desenvolvidas - liderado pelas finanças, com o fortalecimento dos rentistas¹⁰ em detrimento dos trabalhadores, cujos salários reais se encontram estagnados e precisam ser complementados pelo endividamento crescente. De acordo com Epstein (2005), as empresas não financeiras reagiriam às pressões do mercado financeiro cortando salários e benefícios, criando artifícios que busquem elevar seus lucros aparentes e intensificando suas atividades no próprio setor financeiro, visando retornos mais e mais altos.

A elevação da desigualdade que resulta desse fenômeno gera uma mistura altamente problemática de alto endividamento com baixo crescimento econômico, formando um sistema instável no qual quedas temporárias de renda podem levar a efeitos com grande raio de alcance, por conta do *default* nos empréstimos desses trabalhadores (STOCKHAMMER, 2012). Ou seja, o sistema econômico se torna mais suscetível à ocorrência de crises diversas, com crescente fragilidade financeira (EPSTEIN, 2005).

Partindo de um ponto de vista histórico¹¹, Krippner (2011) aponta que as políticas econômicas que deram suporte ao processo de financeirização (a desregulação do fluxo de capital externo e das taxas de juros, somadas a mudanças na política monetária) foram uma resposta a uma série de crises originadas nos EUA, especialmente por conta da perda de competitividade internacional da indústria americana.

Dentro desse contexto, destacam-se as mudanças na dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional, que levariam ao surgimento de diversos novos instrumentos financeiros, especialmente derivativos. Mudanças no mercado de capitais, no regime cambial e a maior abertura

⁹ Tradução direta de “*intense product market competition made it impossible for most NFCs to achieve high earnings most of the time, but financial markets demanded that NFCs generate ever-increasing earnings or face falling stock prices and the threat of hostile takeover*”.

¹⁰ O termo “rentista” é utilizado nesse trabalho como forma de designar aqueles que tem como atribuição principal a obtenção de renda financeira, em sua maior parte de origem especulativa, *sem conotação moral adjacente*.

¹¹ Para Van der Zwan (2014), essa abordagem histórica seria uma resposta a principal crítica realizada a essa escola: a de que ela teria um caráter exageradamente “determinístico”, assumindo tanto a intenção, quanto a eficácia, por parte da classe capitalista, na formação desse novo modelo de acumulação. Isso tornaria o conceito de financeirização muito abstrato, anônimo e até mesmo teleológico.

comercial são também pontos marcantes dessas transformações, que se iniciam nos EUA e vão se espalhando, aos poucos, pelo restante do mundo¹².

ii) Um Novo “*Ethos*” Corporativo

A segunda abordagem se centra na financeirização da corporação moderna. Essa está visível na transformação da valorização acionária como guia principal do comportamento das empresas, buscando como objetivo primário a realização de lucro para os acionistas. Retornando a Aglietta (1995), o autor destaca que essa valorização se tornou uma “norma de transformação do capitalismo”, levando à criação de novas políticas e práticas que favorecem os detentores de ações em detrimento de outros constituintes da firma.

Tal como expõem Lazonick e O’Sullivan (2000), o crescimento exacerbado das grandes corporações americanas, o surgimento de novos competidores internacionais e a maior instabilidade macroeconômica criou, no início dos anos 80, um cenário propício a mudanças na administração dessas empresas. Essas foram progressivamente pressionadas a abandonar a antiga estratégia de “reter e reinvestir”¹³ para uma de “reduzir e distribuir”¹⁴.

Uma nova lógica corporativa, a chamada “*agency theory*”, tornou-se dominante, advogando por uma maior atuação direta do mercado sobre a organização das empresas. Essa se daria pela tomada de controle da firma pelos ditames dos acionistas, tendo a valorização acionária - vista agora como *proxy* essencial do desempenho das empresas - como objetivo final da atividade empresarial. Mudanças no âmbito institucional e legal foram fundamentais para a ocorrência desse fenômeno, com investidores institucionais tendo um papel importante nesse processo, por conta do ganho de poder de barganha sobre o controle das firmas.

A nova lógica da valorização acionária passou a pressionar os gerentes empresariais, que se voltaram para práticas que visavam um maior retorno das ações no curto prazo, atendendo, com isso, a demanda dos acionistas em detrimento de planos de mais longo prazo das empresas. Tendo esse objetivo como fim, iniciaram um processo de redução das corporações por eles administradas.

¹² Há um grande debate sobre os acontecimentos históricos que deram origem ao fenômeno da financeirização e as transformações geopolíticas envolvidas no processo. No entanto, por fugir do escopo desse trabalho, esse não será analisado aqui. Para detalhes, ver Krippner (2005; 2011) e Arrighi [1994 (2006)].

¹³ “*Retain and reinvest*”, no original.

¹⁴ “*Downsize and distribute*”, no original.

Esse teve como uma das principais ênfases cortes no tamanho da força de trabalho empregada, contribuindo para uma redução geral na estabilidade do emprego e nos rendimentos do trabalho.

Assim, a diferenciação dessa nova corporação para a existente no período anterior está nos ganhos financeiros de suas operações não serem em sua maior parte reinvestidos em seu setor produtivo, mas sim distribuídos para acionistas. Esse fenômeno foi especialmente benéfico para esses administradores de grandes corporações, que passaram a ter sua remuneração atrelada à performance da empresa no mercado de ações.

Com isso, gera-se um fenômeno no qual, nas palavras de Blackburn (2006), essa nova firma poderia ser caracterizada como uma “*corporação dispensável*”¹⁵. Os investidores enxergariam essa como um conjunto genérico de ativos e passivos que se encontrariam disponíveis para a maximização do valor acionário, tornando a própria corporação, em conjunto de seus funcionários, contraditoriamente “supérflua” (BLACKBURN, 2006, p. 46).

Tal como na abordagem anterior, essa também enxerga na financeirização um reflexo do conflito distributivo. Aqui há uma ênfase nos mencionados processos de reestruturação das atividades das corporações, orientadas a satisfazer a busca dos acionistas por uma valorização rápida, que resultam em um aumento da desigualdade por meio da redução de postos de trabalho e outros cortes de encolhimento das companhias (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000)¹⁶.

iii) A Financeirização da Vida Cotidiana

Uma terceira visão se concentra na financeirização do cotidiano da sociedade, deixando de lado o foco na corporação para uma abordagem que prioriza as diversas formas pelas quais as finanças afetam o *dia a dia* da vida social, incorporando também os impactos culturais de tal transformação. Esses estudos buscam entender a forma pela qual a população em geral, seja a de baixo poder aquisitivo, seja a classe média, foi incorporada aos mercados financeiros através da

¹⁵ “*Disposable corporation*”, no original. É importante destacar que, apesar do termo “dispensável”, essas empresas ainda possuem setores produtivos significativos e necessários para sua existência. Não obstante, esses, progressivamente, adquirem um caráter secundário dentro de seu funcionamento.

¹⁶ No entanto, a expansão da posse de ativos financeiros para camadas mais amplas da população torna essa questão mais complexa, pois os assalariados também passam a usufruir de vantagens advindas desse novo tipo de atividade, mesmo que em menor nível (VAN DER ZWAN, 2014).

participação em planos previdenciários, crédito estudantil, imobiliário e outros produtos financeiros voltados a um mercado mais amplo.

O foco dos acadêmicos voltados para essa abordagem se dá na chamada *finança popular*, nos projetos voltados para a incorporação de assalariados de baixa renda e da classe média ao mercado financeiro. Esse processo ocorre em conjunto com um aumento do papel dos mercados financeiros nas provisões básicas dos indivíduos em geral (ERTURK *ET AL*, 2007).

Se antes serviços e benefícios eram oferecidos por todo o ciclo de vida através do Estado de Bem-estar Social, nos países em que esse estava mais presente, agora há a necessidade da compra individual de alguns desses produtos como forma de garantia contra as incertezas existentes, tornando os indivíduos responsáveis pelas indefinições do meio em que vivem. Assim, essa “democratização das finanças” não se expressa simplesmente em um crescimento dos fluxos financeiros, mas também em um aumento da convergência entre as finanças e o ciclo de vida (VAN DER ZWAN, 2014).

É importante ressaltar, no entanto, como esse processo se diferencia do ocorrido em períodos anteriores à financeirização. Se antes o uso de crédito pelas famílias se encontrava fortemente voltado para o consumo de bens, agora ele passa crescentemente a ocupar papel importante na aquisição de serviços essenciais antes oferecidos pelo Estado. Com isso o sistema financeiro ganha nova importância na vida das famílias, também como canal para o acesso às provisões sociais básicas, como saúde, educação, previdência, entre outras.

Portanto, o endividamento crescente das famílias não ocorre como forma de alimentar um simples “sobreconsumo”, mas para preencher um vácuo deixado pela mudança de natureza dos Estados de Bem-estar Social nos países centrais¹⁷ (LAVINAS, 2017b). Esse fenômeno resulta em uma queda da renda disponível das famílias, que veem agora parte de seus ganhos reais subtraídos, no presente e no futuro, pelo capital rentista.

No escopo dessa abordagem, a finança teria se tornando uma “forma descentralizada de poder (...), exercida através das próprias interações individuais com as novas tecnologias

¹⁷ O presente trabalho considera como “países centrais” aqueles que possuem, em conjunto, maior poder econômico, político e militar em comparação aos “países periféricos”, de posição subordinada.

financeiras e sistemas de conhecimento financeiro”¹⁸ (VAN DER ZWAN, 2014, p. 102). Ao participarem do mercado financeiro, os indivíduos são encorajados a internalizarem novas normas próprias de tomadores de riscos e a desenvolverem subjetividades de investidores ou mantenedores de ativos financeiros. Através da “democratização das finanças”, emerge a figura do “*cidadão-investidor*” (ERTURK ET AL, 2007).

Ainda que não utilizem o termo, Dardot e Laval, [2009 (2016)] observam que:

Pense-se igualmente como o endividamento crônico é produtor de subjetividade e acaba se tornando um verdadeiro “modo de vida” para centenas de milhares de indivíduos: o movimento dos estudantes do Québec pôs em evidência a lógica infernal do endividamento para toda a vida que seria imposta pela alta brutal das taxas de matrícula. O que está em jogo nesses exemplos é a construção de uma nova subjetividade, o que chamamos de “subjetivação contábil e financeira”, que nada mais é do que a forma mais bem-acabada da subjetivação capitalista. Trata-se, na verdade, de produzir uma relação do sujeito individual com ele mesmo que seja homóloga à relação do capital com ele mesmo ou, mais precisamente, uma relação do sujeito com ele mesmo como um “capital humano” que deve crescer indefinidamente, isto é, um valor que deve valorizar-se cada vez mais. Como podemos ver, não são tanto as teorias falsas que devem ser combatidas, ou as condutas imorais que devem ser denunciadas, mas é todo um quadro normativo que deve ser desmantelado e substituído por outra “razão do mundo”. [DARDOT; LAVAL, 2009 (2016), p. 30-31]

Assim, essa nova “*subjetivação contábil e financeira*” pode ser apontada como o processo de financeirização do *dia a dia* aqui descrito, na qual há a internalização de valores outrora exclusivos da esfera mercantil-financeira. Esses agora se tornam parte basilar da racionalidade dominante e componente fundamental da vida cotidiana do cidadão comum.

O risco, por si mesmo, torna-se uma força motivadora – e muitas vezes necessária – para a entrada nos mercados financeiros, em uma busca por proteção contra a ocorrência de desemprego, problemas de saúde ou garantia de uma aposentadoria (VAN DER ZWAN, 2014). O enfraquecimento das redes de proteção social, criadas anteriormente ao período neoliberal, acabam por forçar antigos beneficiados a migrarem para o mercado privado, como forma de substituir os direitos previamente existentes, ou, por conta de sua precariedade e insuficiência, complementá-los.

¹⁸ Tradução direta de “*finance has become a decentralized form of power (...), exercised through individuals’ own interactions with new financial technologies and systems of financial knowledge*”.

Ao manejar ativamente o risco, o investidor individual pode se preparar adequadamente para um futuro que nunca é seguro e que está fortemente impregnado de incerteza. Como resultado, a própria vida se torna um “*ativo a ser administrado*” (MARTIN, 2002 *apud* VAN DER ZWAN, 2014). Ao consumir produtos e serviços financeiros, esses novos “agentes investidores” internalizam o discurso de autoadministração e risco, reproduzindo uma forma de ação renovada.

De acordo com Van der Zwan (2014), esse processo foi facilitado por avanços tecnológicos e institucionais importantes ao longo da segunda metade do século XXI, com o surgimento de intermediários que conectam os indivíduos ao mercado global financeiro, como bancos, fundos de pensão e outras organizações. O uso de discursos favoráveis à administração financeira mais eficiente e maior busca pelo risco também tiveram papel importante na formação dessa nova postura cultural.

O quadro I, abaixo, busca sintetizar e comparar os três *sentidos* da financeirização aqui apresentados.

Quadro I: Os Três Sentidos da Financeirização

	Objeto de Análise Principal	Característica Definidora	Resultado
Novo Regime de Acumulação	Novo padrão de acumulação (sucessor do Regime Fordista): lucros advêm <i>primariamente</i> dos canais financeiros ao invés do comércio e da produção industrial	“ <i>Paradoxo Neoliberal</i> ”: ganhos de produtividade não são <i>em sua maior parte</i> reinvestidos na corporação, mas sim distribuídos aos acionistas ou usados para a compra de produtos financeiros	Capitalismo liderado pelas finanças
Novo “Ethos” Corporativo	Valorização acionária: se torna guia principal do comportamento das empresas, levando a realização de lucro para os acionistas como objetivo primário	“ <i>Agency Theory</i> ”: tomada de controle da firma pelos ditames dos acionistas, em conjunto de mudança na forma de remuneração dos administradores de grandes corporações, com rendimentos atrelados à performance no mercado de ações	“ <i>Corporação dispensável</i> ”
Financeirização da Vida Cotidiana	Assimilação de novas esferas da população aos mercados financeiros: inclusão dos pobres e da classe média aos mercados financeiros, em detrimento do Estado de Bem-estar Social	“ <i>Democratização das finanças</i> ”: surgimento do “ <i>cidadão-investidor</i> ”	A vida como um “ <i>ativo a ser administrado</i> ”

Fonte: Elaboração própria com base em Van der Zwan (2014), Blackburn (2006), Krippner (2005), Crotty (2005) e Erturk *et al* (2007).

I.2 - Aspectos Econômicos e Sociais do Capitalismo Financeirizado

i) A “Economia Política” da Financeirização

Nas três abordagens destacadas acima, a financeirização é apontada como uma transformação estrutural do capitalismo, não sendo apenas uma alocação neutra de capital, mas sim uma expressão de classe, um mecanismo de controle e uma racionalidade associada ao capitalismo contemporâneo (VAN DER ZWAN, 2014). Assim, a contribuição que advém da economia política é muito significativa (GOLDSTEIN, 2009).

Tal prisma permite questionar muitas convenções da relação entre Estado e mercado. De um lado, esse fenômeno afronta as predefinições da economia neoclássica em relação à capacidade de os mercados livres disciplinarem e corrigirem atitudes (socialmente) ineficientes e, de outro, desnuda o papel do Estado na criação e consolidação dos mercados financeiros e sua atuação direta na mercantilização do ciclo de vida. Ao mesmo tempo, impõe igualmente um questionamento da relação keynesiana clássica de interação positiva entre investimento e crescimento, assim como a centralização da análise nas indústrias produtivas (ERTURK *ET AL*, 2007; HEIN; MUNDT, 2013).

Relevam-se também as reais dimensões de classe do capitalismo contemporâneo, fazendo transparecer a desigualdade na distribuição do poder financeiro entre as classes sociais. Em especial, do fortalecimento de uma classe rentista (EPSTEIN, 2005). Mais do que isso, a “democratização das finanças”, responsável por tornar um considerável segmento da sociedade também detentora de capital, expõe a complexidade e imprecisão atual de uma divisão de classes que opõe de forma binária capital e trabalho. Por fim, o estudo da financeirização contribui para o entendimento das tensões e contradições dentro do capitalismo contemporâneo sobre as tendências globais e nacionais (VAN DER ZWAN, 2014).

ii) Efeitos Socioeconômicos

Os efeitos da financeirização sobre a dinâmica econômica são diversos. A maior parte das abordagens heterodoxas destaca como seu avanço impactou a demanda efetiva por conta de alterações na distribuição da renda e na renda disponível das famílias, com bolhas de crédito e ativos alimentando a expansão do consumo. Isso se dá através de um “Keynesianismo privatizado”¹⁹ (CROUCH, 2009; CROUCH, 2011), no qual o estímulo do Estado sobre a demanda agregada deixa de ocorrer, em sua maior parte, pela via do gasto público para se dar através dos canais financeiros.

Na esfera microeconômica, há alterações significativas no nexo lucro-investimento. A priorização da remuneração dos acionistas reduz a capacidade de investimento produtivo das

¹⁹ O “Keynesiano Privatizado” é caracterizado por Crouch (2009, p. 390) como um sistema no qual o principal instrumento de estímulo da economia deixa de ser o endividamento do governo para se tornar o aumento do débito dos agentes econômicos. No caso dos pobres e da classe média, isso se dá através do crescimento da dependência ao crédito e da forte elevação da relação dívida/renda familiar. Já na camada mais rica da população pelo uso de derivativos e outros instrumentos financeiros.

empresas, especialmente dos projetos de longo prazo. Com isso há uma perda geral de dinamismo acompanhada da busca por uma elevação dos processos de fusões e aquisições, responsáveis por aumentos dos valores acionários dessas firmas. O resultado é uma queda do investimento acompanhado de uma maior concentração de diversos setores do mercado, ainda que existam controvérsias em relação a esse ponto e a possibilidade de maior generalização (UNCTAD, 2016).

Em muitos países²⁰ a financeirização, em conjunto de outros mecanismos, também se torna um dos fatores para um processo de desindustrialização, ou ao menos mudança da participação da indústria na dinâmica econômica. Isso ocorre por conta dos menores incentivos na produção de capital fixo, cuja rentabilidade é inferior à dos ganhos financeiros especulativos. O resultado é, em muitos casos, a passagem desse capital para países em que a esfera financeira se encontra mais contida ou menos desenvolvida, em especial a China.

Os impactos sobre a dinâmica do produto são ambíguos. Se por um lado o *boom* de crédito e a expansão do setor financeiro, com a criação de novos instrumentos e inovações financeiras, geram um cenário de bonança econômica no curto prazo, no longo prazo os resultados tendem a ser diferentes. Há uma redução no nível geral e na eficácia dos investimentos em setores reais da economia, mesmo que possam ocorrer investimentos excessivos em ocasiões e setores específicos (como durante a formação de bolhas especulativas) (FINE, 2013; HEIN; MUNDT, 2012).

Quando os efeitos negativos sobre a riqueza na fase *bust* do ciclo minskyano²¹ são incorporados à análise, os resultados se mostram significativamente negativos na análise de uma série temporal longa. A especulação financeira gera um desalinhamento nas taxas de câmbio, fazendo os países (mesmo os centrais) terem déficits (ou superávits) comerciais, afetando suas trocas com outras nações e, com isso, gerando instabilidade na economia global²² (EPSTEIN, 2005; ZAREMBA, 2015). No caso dos países periféricos, essa é resultado, entre outros elementos, de desequilíbrios no balanço de pagamentos e alterações bruscas em suas taxas de câmbio. Já nos

²⁰ Como os EUA, alguns países europeus e da periferia. Desses últimos, o fenômeno é mais evidente nas nações produtoras de commodities.

²¹ De forma simplificada, o “ciclo minskyano” representa o aspecto cíclico da economia tal como apontado por Minsky. Essa passa por momentos de expansões e retrações de endividamento, com alto potencial de retroalimentação e formação de crises de origem financeira. Os momentos de euforia são denominados *boom*, com alta apreciação do preço dos ativos. Ao atingir uma situação do tipo *ponzi*, deflagra-se um cenário de retração, denominado *bust*, no qual os ativos passam por um processo de forte depreciação. Para maior aprofundamento, ver Minsky (1986; 1992).

²² Esse efeito, no entanto, não é necessariamente direto, podendo ter outras origens.

países centrais se encontra mais associado a esfera puramente financeira e especulativa, não comercial.

Um cenário alternativo, com melhoria da distribuição salarial e declínio da proporção da renda apropriada pelos rentistas, mostra-se mais propício a um crescimento mais estável, sustentável (FINE, 2013) e com uma menor probabilidade da ocorrência de crises financeiras (UNCTAD, 2017). A existência de uma maior instabilidade, gerada pela velocidade e volume dos fluxos de capitais, acaba por dificultar o maior planejamento econômico, tornando, muitas vezes, os países reféns dos humores do mercado financeiro.

Braga (2013) apresenta uma visão que pode ser apontada como crítica a essa conclusão, afirmando ser falsa a dicotomia entre capital produtivo, “bom”, e capital financeiro, “mau”. A financeirização, para esse autor, não seria uma deformação do capitalismo, bloqueando o desenvolvimento do investimento, da produção e do progresso técnico. O capital já seria por natureza uma “contradição em processo” e a instabilidade seria inerente ao capitalismo, não sendo possível uma plena estabilidade estrutural.

A financeirização não é vista como incompatível com a combinação de crescimento econômico (“produtivo”) e acumulação financeira (“fictícia”) no longo prazo, mesmo que isso possa ocorrer de forma assimétrica e diferenciada entre os países. Se o funcionamento desse sistema parece um paradoxo, é porque o próprio capitalismo é contraditório (BRAGA, 2013). Isso, no entanto, não descarta o caráter necessariamente instável desse sistema, em uma constante “instabilidade econômico-financeira estrutural” (BRAGA, 2009). Ressalta-se que os mecanismos de acumulação se mantêm, contudo, em *pleno e vigoroso* funcionamento.

Outro efeito comumente associado ao processo de financeirização – ainda que não exclusivo desse – é o aumento da flexibilidade do trabalho. Esse foi acompanhado por uma expansão no trabalho de mais baixa qualidade (com maior grau de precariedade e menor produtividade), de instabilidade no emprego e baixos salários (TRIDICO, 2012).

O resultado foi uma queda do rendimento dos trabalhadores, refletindo-se em uma redução do poder de compra e levando a uma menor demanda agregada. Tal fenômeno tomou forma por conta da já mencionada pressão dos acionistas por maiores - e mais acelerados - retornos de seus

dividendos. Esses foram alcançados, em grande parte, com a estagnação dos salários e redução geral no custo da mão de obra. Também é possível apontar o enfraquecimento do poder de barganha dos sindicatos como fator relevante para essa perda de participação do trabalho frente ao capital (HEIN; MUNDT, 2012).

Associado a esse fenômeno ocorrido no mercado de trabalho, a financeirização também é apontada como uma das responsáveis pela elevação da desigualdade a um patamar historicamente alto. A estagnação dos salários da massa dos trabalhadores se deu em conjunto a um aumento na remuneração dos gerentes e empresários das grandes empresas (os *working richs*), que tiveram sua renda alçada através da ampliação de bonificações, dividendos e acréscimos salariais. Esses se encontram em muitos casos associados a performance de suas empresas nos mercados acionários. Há uma farta quantidade de literatura empírica sobre o tema (KOHLENER, 2015; HEIN; MUNDT, 2012; UNCTAD, 2017; STOCKHAMMER, 2008, 2012, 2015), que também aponta outros mecanismos associados à financeirização responsáveis pela elevação da desigualdade de renda.

Contribuindo para a ampliação do hiato social, a expansão do produto apropriado pelos rentistas surge como fator determinante. Essa ocorre atrelada a hipertrofia do sistema financeiro, que passa a expandir seu ganho com atividades de cunho especulativo (DUENHAUPT, 2010), favorecendo os investidores institucionais e permitindo a eles nova posição de destaque e aumento, de forma vigorosa, de suas remunerações em conjunto de maior poder político.

iii) O Papel do Estado de Bem-estar Social

A financeirização se encontra intimamente relacionada à reconfiguração dos Estados de bem-estar sociais²³, sua reestruturação e mesmo encolhimento, e a transferência do risco e da responsabilidade do coletivo para o individual, engendrando mudanças na vivência dos indivíduos, os problemas que devem resolver e as estruturas nas quais devem tomar decisões (FINLAYSON, 2009). Ao mesmo tempo em que o Estado abdica de seu papel provedor, ele libera e incentiva a

²³ Há um amplo debate em torno da ordem de causalidade entre a reconfiguração do papel dos Estados de bem-estar social e a ampliação do papel das finanças. Esse é um processo complexo, e assim, duplamente alimentado: é com a crise do sistema fordista que se tem um imperativo de mudança da estrutura dos Estados de Bem-estar social, o que engendra a necessidade de readequação desse ao novo regime de acumulação. Essa configuração do capitalismo se beneficia do Estado de Bem-estar de uma forma inovadora, tornando-o, ao mesmo tempo, suporte e um de seus motores diretos, por criar necessidades e formas de consumo. Para mais detalhes, ver Lavinás (2013; 2017b) e Kerstenetzky (2012).

ação de diversas forças privadas capazes de atenuar, do ponto de vista das escolhas individuais, essa situação de perda e instabilidade.

Como resultado, o próprio governo acaba por redefinir seu papel sobre o bem-estar dos indivíduos, passando de um provedor de serviços públicos (gratuitos e universais nos países em que foram implementados), para o de um *realocador* do risco coletivo para o individual. Ocorre, assim, uma perda de legitimação de sua capacidade de intervenção. Isso leva a uma autonomização e responsabilização dos indivíduos em diversas esferas da providência social. Torna-se, dessa forma, mais clara a participação do governo na evolução desse processo, assim como a necessidade de compreender as transformações ocorridas nos Estados de Bem-estar como parte do entendimento desse fenômeno. Impacto semelhante se dá em relação à questão democrática, que se deteriora com a criação de um Estado endividado e refém dos mercados financeiros, incapaz de responder às demandas e apelos da maior parte população (STREECK, 2012).

Um dos principais mecanismos para a promoção da responsabilidade individual, parte da ideologia neoliberal predominante nesse período, é a própria financeirização. A expansão dos mercados de crédito permite aos cidadãos uma melhor “administração dos riscos”, com o crédito pessoal e habitacional servindo tanto para “libertar” os sujeitos de uma dependência em um Estado em transformação, quanto para disciplinar os “irresponsáveis”. Esse é, também, um dos motivos para o foco nos programas de renda mínima, por permitirem a incorporação ao mercado de populações originalmente marginalizadas e excluídas do mercado financeiro. Nessa nova agenda dos Estados de Bem-estar, a luta contra a pobreza e o avanço do capitalismo financeiro se fundem (LAVINAS, 2013).

Criam-se assim mercados consumidores, tanto de consumo dos produtos manufaturados por empresas inseridas na lógica financeirizada, quanto no consumo de produtos financeiros, colocando um maior número de famílias no processo de “financeirização do *dia a dia*”. Esse processo de incorporação ao mercado não teria como se materializar, especialmente nos países periféricos, sem um impulso do Estado ao disseminar novas e múltiplas variedades de crédito, alimentado por uma *instrumentalização* da política social (LAVINAS, 2017b).

Essa, agora, auxilia o capital financeiro ao se transformar em uma forma de amenizar o risco moral a que estão expostos os ofertantes de crédito (LAVINAS, 2017b). É dentro dessa lógica

que se encontra a ideia de *democratização* do setor financeiro e do surgimento do *cidadão-investidor*: “É preciso democratizar as finanças e trazer as vantagens usufruídas pelos clientes de *Wall Street* para os consumidores do *Wal-Mart*. (...) As finanças devem ser para todos – de uma forma profunda e fundamental”²⁴ (SHILLER, 2003, p. 1, *apud* LAVINAS, 2016).

Assim, a finança se apropria, por mecanismos múltiplos, diversificados e sofisticados de endividamento, da esfera do bem-estar social, levando à privatização de seus serviços e transformando a política social, antes mecanismo equalizador, em instrumento de ampliação, acumulação e lucro de empresas privadas, especialmente as financeiras (LAZZARATO, 2012, *apud* LAVINAS, 2015a). Um dos resultados é a elevação da desigualdade em suas diversas dimensões (UNCTAD, 2017).

Percebe-se com isso a complexidade de se lidar com um tema contemporâneo e que não possui uma definição mais amplamente aceita, fruto de sua natureza heterogênea. Os diversos prismas pelos quais o fenômeno pode ser estudado se complementam, ainda que com certa interseção. Suas características mais gerais apontam para a importância da questão e a necessidade de exploração com profundidade de suas origens e, principalmente, seus efeitos sobre a economia e a sociedade como um todo.

Mais do que isso, as análises referentes à financeirização usualmente se focam no caso norte-americano e inglês, deixando em aberto todas as inúmeras especificidades existentes nos outros países, em especial os periféricos e subdesenvolvidos, com menor renda per capita e baixo desenvolvimento humano. Assim, torna-se necessário desnudar, ainda que de forma introdutória, a maneira pela qual esse fenômeno se manifesta nas economias em desenvolvimento, ressaltando seus modos de revelação nos países de renda mais baixa e posição periférica dentro do sistema capitalista global.

I.3 - A Financeirização nos Países Periféricos

Nos países periféricos, o fenômeno da financeirização ganha contornos específicos. O sistema financeiro rudimentar dos países de renda mais baixa torna difícil pensar na existência de

²⁴ Tradução direta de “(w)e need to democratize finance and bring the advantages enjoyed by the clients of *Wall Street* to the customers of *Wal-Mart*. (...) *Finance must be for all of us – in deep and fundamental ways*”.

efeitos diretos nessas economias, por conta da inexistência de estruturas que permitam a expansão do crédito e de toda a engrenagem financeira. Não obstante, alguns autores, como Philip Mader (2015), apontam mecanismos de financeirização da pobreza em curso nos países do sudeste Asiático. Nos países de renda média (as “economias em desenvolvimento”²⁵), no entanto, fica clara uma elevação direta e indireta da importância das finanças na dinâmica econômica.

Nesses países, ela se encontra normalmente associada à ocorrência de uma maior liberalização e desregulamentação financeira, muitas vezes através de uma pressão externa (a chamada “*financeirização subordinada*”²⁶) ocasionada, entre outros motivos, por uma integração submissa aos mercados financeiros globais. Não é possível, no entanto, apontar a influência externa como o único fator determinante para o surgimento desse processo. Em muitos casos ele se manifesta sem a exposição direta a fluxos de capitais externos, mesmo quando há alta liberalização financeira. Assim, se torna fundamental a observação das peculiaridades de cada país, especialmente de suas instituições e dinâmicas internas (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017).

Foi ao longo dos anos 1980 e 1990 que se observou um amplo processo de liberalização financeira nesses países em desenvolvimento, com uma maior integração às estruturais financeiras globais. As taxas de juros mais elevadas os tornavam mais atrativos aos investidores financeiros, ainda que constituíssem aplicações mais arriscadas. Esses ampliavam o fluxo financeiro externo, contribuindo para o aprofundamento da financeirização.

Se, por um lado, esses países têm suas economias externamente afetadas pelo processo de financeirização nas nações centrais, especialmente pelo aumento da volatilidade de capital, por outro, esses fluxos acabam por implantar dinâmicas financeirizadas em sua lógica interna de funcionamento. A inflação dos preços dos ativos e o aumento da volatilidade induz as empresas

²⁵ Entre muitas, podemos citar Argentina, Brasil, México, Rússia, Polônia, Turquia, África do Sul, China, Índia, Singapura, e etc.

²⁶ De acordo com Powell (2013), a “*financeirização subordinada*” se diferencia do fenômeno observado nas economias centrais por conta das relações imperialistas existentes no mercado mundial. Isso faz com que os países periféricos tenham que lidar com uma grande volatilidade de fluxos de capitais e com pressões constantes sobre suas taxas de câmbio. Esses fenômenos são resultantes de movimentos originados nos países centrais, sendo reflexo do papel subordinado das nações de renda per capita mais baixa nos mercados internacionais de capitais e da subordinação de suas moedas nacionais. Essas se tornam, com isso, reféns de forças externas.

não financeiras e outros investidores a uma mudança na forma de aplicação de seu capital, que passa a se caracterizar menos como capital produtivo e mais como financeiro²⁷.

I.3.1 - Elementos Semelhantes entre Países Periféricos

De acordo com KARWOWSKI; STOCKHAMMER (2017), é possível apontar diversos elementos em comum no processo de financeirização da maior parte dos países em desenvolvimento. O primeiro deles consiste na já mencionada desregulamentação financeira, ocorrida progressivamente e em muitos casos por pressão dos países centrais. Em conjunto a essa abertura - e a tendo como prerequisite - observa-se também a integração desses países em um sistema global financeirizado, com mudanças institucionais importantes, que visam promover um ambiente de negócios mais atraente.

Observa-se uma mudança significativa na estrutura dos sistemas financeiros, que deixam de estar baseados apenas na esfera bancária para se organizarem em uma lógica orientada ao funcionamento das instituições financeiras. Como resultado de todos esses fatores há um intenso fortalecimento do processo de financeirização, ainda que haja variação em grau e modo no caso de cada país.

Ocorre, assim, em semelhança ao sucedido nos países centrais, uma elevação do nível de endividamento das empresas não financeiras, que passam a ter seu funcionamento mais atrelado ao mercado financeiro. Há uma clara modificação no nexo lucro-investimento, ainda que em menor escala que no centro, com uma elevação do lucro empresarial em quase todos os países sem, necessariamente, um movimento reflexo no investimento produtivo (UNCTAD, 2016).

O setor corporativo deixa de reinvestir seus lucros na expansão da atividade produtiva, canalizando seus recursos para atividades especulativas. Apesar de esse efeito ser menor nos países em desenvolvimento, por conta do reduzido tamanho de suas empresas e de suas massas de lucros, aqui ele é fortalecido pela influência das grandes empresas transnacionais atuantes nesses territórios. Essas, sob influência da lógica da valorização acionária, passam a operar de acordo com as políticas ditadas por suas centrais e a influenciar a atuação de empresas locais.

²⁷ Ainda que essa definição seja arbitrária (a separação entre “tipos” de capital é complexa e polêmica), ela serve como forma de apontar a mudança no direcionamento de sua utilização.

Nos anos recentes, esse processo foi fortemente ampliado pelo excesso de liquidez gerado pelas políticas de *quantitative easing* postas em práticas pelos países centrais após a crise do *subprime* americana. Essa liquidez em demasia levou a uma avalanche de capital externo direcionado aos países em desenvolvimento, que viram suas economias serem inundadas por recursos que, em sua maioria, tinham como objetivo a especulação através de mecanismos diversos (UNCTAD, 2016).

Entre esses, a chamada “*financeirização da taxa de câmbio*”²⁸ possui um papel importante. Ela é caracterizada pela ampliação, nos anos recentes, de ações especulativas no mercado mundial de câmbio, em atos de investidores que buscam apostar em movimentos de valorização e desvalorização das moedas nacionais. Com isso há uma ampliação na realização de *carry trade* e no mercado futuro, com um forte crescimento no mercado de derivativos, nas operações e no uso de *hedge* como proteção ao aumento dessa volatilidade (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017).

O resultado é uma “guerra cambial”, na qual as moedas em posições hierarquicamente inferiores, basicamente todas as dos países em desenvolvimento e pobres (DE CONTI *ET AL*, 2013), passam a apresentar maior volatilidade (RAMOS, 2016). Essa se torna um desafio aos governos nacionais, que veem a necessidade de desenvolver mecanismos de proteção interna, evitando que as especulações nos mercados futuros tenham efeitos negativos sobre suas dinâmicas macroeconômicas (PRATES, 2015).

Há fortes evidências desse fenômeno (ROSSI, 2014; RAMOS, 2016; PRATES, 2015), ainda que existam argumentos contrários, apontando que um maior desenvolvimento desses mercados possa servir, na realidade, como forma de dar mais estabilidade aos preços (ZAREMBA, 2015). Esse, ainda que não seja um fenômeno novo, possui uma progressiva presença e importância nos anos recentes, justificando a visualização como algo inédito e sua denominação como parte de um processo maior de financeirização.

²⁸ Por não se tratar do foco desse trabalho, a questão da “*financeirização da taxa de câmbio*” será vista aqui de forma apenas resumida, tendo como única pretensão expor a existência do fenômeno. Há uma crescente produção literária sobre o tema. Para uma extensa lista de teorias sobre a formação do valor das taxas de câmbio no capitalismo financeirizado, ver Ramos (2016).

A “*financeirização do mercado de commodities*”²⁹ (ZAREMBA, 2015) é também outro fator de relevância no caso dos países desenvolvimento, ainda que sua existência e efeitos estejam igualmente presentes nos países centrais. Ela se caracteriza por uma oscilação não usual nos preços dos produtos primários, associado a um aumento inédito no número de *players* participantes desse mercado. Além dos efeitos sobre a volatilidade dos preços, há implicação sobre a quantidade de transações e no *turnover*.

Mudanças importantes na estrutura dos mercados são observadas, especialmente em relação aos mercados futuros, com o aumento na presença, no número de posições abertas e na atividade nos contratos futuros de commodities. Há um maior envolvimento de investidores puramente financeiros dentro desse mercado, resultando na ascensão de um grupo voltado para atividades especulativas, e, conseqüentemente, uma maior volatilidade dos preços, maior correlação entre os valores das commodities e maior sensibilidade às condições internacionais do mercado (RAMOS, 2016, p. 39).

Em meio a esse jogo especulativo são afetados não apenas os países centrais e os em desenvolvimento, mas também os países de mais baixa renda per capita. Mesmo que fora de um processo direto de financeirização, estes últimos passam a ter que lidar com flutuações no preço de seus produtos primários, e, também, no valor de alimentos e outras commodities. Essa ocorrência possui uma implicação muito grande para os habitantes desses países, por ser um fator que pode levar a crises de fome e afetar fortemente a vida das populações mais vulneráveis. Não obstante, os países consumidores de commodities também são afetados, ainda que em menor escala.

É importante ressaltar, no entanto, que existe certa polêmica envolvendo a constatação de que a financeirização desse mercado, especialmente com o aumento da atividade de investidores nos mercados financeiros, seja a responsável pela formação de bolhas especulativas e elevação brusca dos preços. Há argumentos contrários a essa hipótese, indicando que o aumento de preço estaria relacionado com a forte expansão da demanda ocorrida desde o início dos anos 2000, sendo o mercado responsável, na realidade, por uma maior estabilização (ZAREMBA, 2015). Entretanto,

²⁹ Assim como no caso da “*financeirização da taxa de câmbio*”, esse fenômeno complexo, e ligado ao anterior, é visto aqui apenas de forma simplificada, por não se tratar do foco dessa dissertação. Zaremba (2015) faz em seu livro uma sistematização relevante do pensamento dos autores participantes desse debate, tanto em relação aos países centrais quanto aos periféricos. O trabalho referido também realiza uma discussão em torno das polêmicas do tema e apresenta, resumidamente, a interpretação da teoria *mainstream*.

é evidente a expansão do setor financeiro sobre o mercado de commodities, ainda que seus resultados possam não ser tão claros (CARNEIRO *ET AL*, 2015).

I.3.2 - Algumas Implicações para o Processo de Desenvolvimento Econômico e Social

Concomitantemente, observou-se, em nível setorial, que a expansão do investimento realizado através de endividamento se deu voltada para áreas baseadas em recursos naturais e altamente cíclicas. Essas têm como característica a baixa contribuição para a realização de transformações estruturais e para o rápido crescimento da produtividade. Ademais, e como resultado de todo esse processo, em diversos países a desindustrialização prematura seria uma das consequências da financeirização em curso³⁰ (UNCTAD, 2016).

Com isso, há também um claro efeito sobre a dinâmica da geração de empregos. Com a redução de postos de trabalho em setores mais modernos³¹, esses se direcionam para os setores de produtividade mais baixa (especialmente o terciário, também com menor grau de formalização), caracterizados pela predominância de empregos de menor qualidade e de remuneração mais baixa. Esses dois fenômenos fazem com que essas economias periféricas se vejam privadas da formação de melhores *linkages*, enfraquecendo, e até mesmo impedindo, um processo de substituição de importações de manufaturados e de capital, fundamentais para o seu processo de *catching up* (UNCTAD, 2016). Ademais, há uma fragilização de seus mercados internos e da possibilidade de esses liderarem o crescimento de tais países.

O envolvimento das famílias com as finanças também se expandiu, como já destacado acima, e, com ele, registrou-se uma elevação do nível de endividamento. Há um claro entrelaçamento entre a lógica das finanças e o *dia a dia* das famílias, ainda que em graus e processos distintos dos verificados nos países desenvolvidos. Os Estados de Bem-estar existentes nesses países, por serem embrionários ou incompletos, sofrem mais facilmente com uma nova lógica que atribui a eles apenas um papel secundário, de redução de falhas de mercado. Essa mudança

³⁰ A relação entre os fenômenos da primarização e desindustrialização com a financeirização é complexa, englobando o debate sobre a valorização e instabilidade cambial, a realocação produtiva global, internacionalização dos parques produtivos, arbitragem regulatória e trabalhista, entre outras questões relacionadas, que não serão diretamente abordadas nesse trabalho.

³¹ É importante ressaltar que parte desse capital é utilizado para a modernização do setor primário. Ainda que esse possua uma produtividade mais elevada, também contrata um número significativamente reduzido de mão de obra.

estrutural não se dá necessariamente com a sua redução absoluta, mas também via mudanças qualitativas.

Abre-se, assim, espaço para a provisão privada de serviços sociais, especialmente atrelados a maior oferta de crédito e de serviços financeiros de forma geral. A renda mais baixa da população desses países é compensada pelo acesso a crédito, muitas vezes tendo como colateral³² benefícios *in cash*³³ fornecidos pelos governos locais (LAVINAS, 2017b). Dessa forma, parte significativa da política social passa a se direcionar não para a provisão de serviços públicos, mas sim para a fomentação desse mercado financeiro e sua lógica privada.

Considerações Finais do Capítulo: Financeirização por Três Prismas

É possível visualizar o avanço da financeirização por três prismas, *sentidos* diferentes: como um novo regime de acumulação; na forma de um *ethos* corporativo renovado; e na vida cotidiana da maior parte da sociedade.

No primeiro caso é evidenciado o papel de destaque que o setor financeiro obtém, com importância central em um capitalismo liderado pelas finanças. Apontam-se as mudanças na dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional, que levariam ao surgimento e fortalecimento de diversos novos instrumentos financeiros, especialmente derivativos, em conjunto de mudanças no mercado de trabalho e da elevação da desigualdade.

A segunda faceta desse fenômeno, mais focada no *ethos* corporativo, é a valorização acionária como principal guia do modo de atuação das empresas. Nessa, os acionistas ganham maior influência na lógica de funcionamento das corporações, pautando ações de mercado mais

³² Em finanças, a definição mais usual de colateral é a de um ativo (muitas vezes físico; *estoque*) que serve como um tipo de garantia em caso de não pagamento da dívida, o que reduz o risco do emprestador e, dessa forma, o custo do empréstimo. Nesse trabalho o conceito é visto de forma mais abrangente e flexível, adaptado as evoluções do sistema financeiro aqui descritas. Assim, um *fluxo* de renda *contínuo* e *seguro* também pode ser considerado colateral. Esse é o caso, por exemplo, de transferências monetárias fornecidas pelo Estado e *legalmente garantidas*. Como não se espera, em casos normais, que o Estado possa ir à falência, esse fluxo de renda é visto como uma garantia de que o empréstimo terá mais chances de ser liquidado. O melhor exemplo de tal caso é o crédito consignado, no qual o Brasil tem papel de destaque. Para uso semelhante do termo, ver Leyshon e Thrift (2007).

³³ Na área da Economia do Bem-estar Social, benefícios *in cash* são aqueles cuja provisão ocorre através de transferências monetárias. Em contraste, os benefícios *in kind* são provisões de serviços, gratuitos ou subsidiados, de natureza pública e desmercantilizada.

agressivas e focadas em ganhos muitas vezes de natureza especulativa e de curto prazo. Essa perde, assim, força como unidade produtora, abrindo espaço para maiores lucros de outra natureza.

Já o terceiro eixo centra-se nos efeitos sobre a vida cotidiana da sociedade como um todo. Especialmente nos países ricos, o *dia a dia* de parte considerável da população se vê sob maior e crescente influência do mercado financeiro, cuja acesso passa a tornar-se elemento de grande importância para o usufruto de bens e serviços fundamentais ao bem-estar. Novas esferas de “*cidadãos investidores*”, de classe média e pobres, são incorporadas, em uma verdadeira “*democratização das finanças*”. Para muitos desses cidadãos, a vida se torna um “*ativo a ser administrativo*” com apoio e incentivo de um Estado de Bem-estar Social transfigurado e adaptado a essa nova fase do capitalismo.

Esse fenômeno, visto em sua totalidade, tem efeitos variados sobre a economia e a sociedade, afetando, também, concepções clássicas da economia política e contanto com um papel crescente das políticas sociais. Ademais, tem implicações diversas e particulares sobre os países periféricos, com consequências importantes para o desenvolvimento geral dessas nações. Como será visto no capítulo seguinte, o processo de financeirização do Brasil serve de exemplo na compreensão desse novo regime de acumulação financeirizado também na periferia.

Capítulo II - O Processo da Financeirização no Brasil

Introdução

Assim como nos países centrais e outras nações periféricas, o fenômeno da financeirização também se manifesta no Brasil. Aqui se reproduz através do mesmo modelo observado anteriormente, porém com o protagonismo de elementos específicos. Esses complementam e convivem com os já apresentados.

Após um processo denominado de “*financeirização dos preços*”, ocorrido ainda na década de 80, fruto da alta inflação e dos mecanismos criados em reação a ela, o arrefecimento dos preços faz surgir um novo modelo de economia financeirizada. Por um lado, esse se baseia em uma renda advinda dos juros elevados, tendo como fator central o endividamento público interno. Por outro, mudanças na forma de atuação das empresas e, igualmente ao caso apresentado para os países periféricos, uma financeirização do mercado de commodities e de câmbio. No período mais recente, há uma maior importância do efeito das finanças sobre a vida das famílias, especialmente através da política social, que se torna mecanismo fundamental nesse processo. Essa última ganha papel de destaque, sendo auxiliada por políticas sociais específicas e se tornando um dos principais pilares do processo na economia brasileira.

Tendo em vista esses elementos, esse capítulo buscará analisar, partindo de um trajeto histórico, a formação desse capitalismo financeirizado nacional e sua configuração atual. Na primeira parte é feita uma descrição da evolução desse fenômeno no Brasil, enquanto que na segunda é apresentada em mais detalhes a forma pela qual a política social influenciou esse processo.

O conceito de financeirização utilizado está baseado nos três *sentidos* expostos na seção anterior: um novo regime de acumulação, responsável por características centrais dos padrões recentes de desenvolvimento da economia brasileira; a norma de funcionamento das grandes corporações, nacionais e estrangeiras, atuantes no mercado brasileiro; e os efeitos sobre o *dia a dia* da maior parte da população do Brasil, especialmente no que diz respeito as provisões sociais.

II.1 - A Evolução da Financeirização da Economia Brasileira

Apesar de se encontrar em um estado mais consolidado, a financeirização da economia brasileira é resultado de um longo processo³⁴. Buscando realizar um contraste com os períodos anteriores ao do surgimento desse fenômeno, na primeira parte dessa seção é realizada uma rápida visualização do momento pós 1964, na qual são destacadas algumas características específicas relativas a economia e ao sistema financeiro da época.

Observa-se em momento posterior, mais claramente visível com o descontrole inflacionário presente desde a década de oitenta até meados dos anos 90, o aparecimento do que se denomina na literatura como “*financeirização dos preços*”. Esse fenômeno, com características muito peculiares, é rapidamente analisado no segundo trecho dessa seção, tendo como objetivo demonstrar as bases pela qual o processo mais sólido de financeirização da economia brasileira tomaria forma.

Na década de 90, tendo como marco mais visível dessas transformações o Plano Real, tem-se origem um fenômeno mais próximo daquele visualizado nos outros países. Aqui, no entanto, uma característica peculiar acaba se sobressaindo: ganhos financeiros elevados baseados em juros altos e títulos da dívida pública. Esse fenômeno, discutido na terceira parte, tem continuidade nos governos recentes, se somando a outras propriedades mais clássicas já apresentadas: a financeirização do *ethos* corporativo e da vida cotidiana das famílias.

II.1.1 - Antecedentes

No período que precede uma manifestação mais clara do fenômeno da financeirização no Brasil, especialmente após 1964, com o regime militar, observava-se um progressivo aumento da complexidade do sistema financeiro. Esse, no entanto, tinha como maior objetivo a expansão do investimento em capital fixo. Portanto, nesse momento, de forma distinta da de um processo de financeirização, as finanças se encontravam em grande medida voltadas à *lógica do investimento produtivo* (BRUNO ET AL, 2012).

³⁴ Bruno (2005), seguido por Bruno (2007), foi o pioneiro na criação de uma sistematização da ocorrência do fenômeno no país. No entanto, essa é vista nesse trabalho como muito rígida e difere em termos substantivos da que será utilizada.

Isso também se refletia na composição dos ganhos das empresas, nos quais os rendimentos financeiros representam uma pequena, quase nula, parcela de suas remunerações. Um exemplo dessa característica estava no incipiente mercado de ações brasileiro, que contava com um número muito pequeno de empresas e investidores participantes. Da mesma forma, a presença das finanças na vida das famílias era marginal, contemplando essencialmente aquelas de classe média e alta, o que ocorria mediante o acesso a instrumentos financeiros diversos e ao mercado de crédito pessoal, inclusive de longo prazo (financiamento da habitação).

O cenário era de uma forte *regulação financeira*³⁵, na qual se mantinha o sistema financeiro sob estrito controle do Estado. O que se buscava era a canalização de seus recursos de forma a permitir um crescimento mais acelerado da economia, especialmente através da expansão do investimento produtivo (HERMANN, 2010).

Ao contar com o uso abundante de recursos financeiros advindos do exterior e, conseqüentemente, um crescente endividamento do Estado em divisas estrangeiras, o governo militar foi, aos poucos, colocando-se em uma posição de maior fragilidade externa e exposição ao mercado financeiro global. Esse fator estava no centro da crise da dívida e deixou o país em uma forte situação de subordinação em relação aos países centrais e às instituições financeiras globais³⁶. Essa, entre diversas conseqüências, levou a uma pressão por reformas de liberalização do mercado financeiro, fundamentais para o surgimento do processo de financeirização.

O governo perdeu, gradualmente, sua posição de preponderância sobre parte do sistema financeiro, tornando-se em grande medida submisso às pressões de um regime monetário e fiscal sob o domínio das finanças, com um grau mais elevado de restrição monetária (BRUNO *ET AL*, 2012). Essa perda de controle sobre o setor financeiro está ligada a forma como Estado assumiu o ônus do ajuste colocado em curso, com menor participação e capacidade de atuação direta sobre a economia (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990). Com isso tem origem uma tentativa de liberalização financeira e comercial, fundamental para o início do processo de financeirização.

³⁵ Esse não era um fenômeno restrito ao Brasil, mas sim comum a outros países periféricos (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017). Autores do mainstream preferem denominar esse fenômeno de repressão financeira, termo que enfatiza a hipotética ação negativa do Estado sobre o mercado.

³⁶ A questão geopolítica teve um papel importante nessa configuração, especialmente com o cenário de instabilidade generalizada na economia dos países centrais, originado pela crise do petróleo. Esses aspectos, no entanto, não serão tratados nesse trabalho por fugirem do escopo aqui apresentado.

II.1.2 - A “*Financeirização dos Preços*”

Na década de 80, em meio a um cenário de forte instabilidade e descontrole inflacionário, visualiza-se o surgimento da primeira manifestação mais clara da financeirização da economia brasileira. Nessa, os instrumentos e mecanismos desenvolvidos pelo sistema financeiro levam a uma nova lógica do uso das finanças por parte das empresas, do governo e da parcela restrita da população de alta renda que busca proteção contra a corrosão inflacionária. É nesse momento, também, que se começam discussões relativas a existência de um fenômeno de tal tipo no Brasil, mesmo que em termos distintos daqueles utilizados posteriormente.

Os maiores beneficiados nesse período são os bancos e os rentistas, através de um sistema de indexação de preços dos ativos financeiros ligados à dívida do governo brasileiro³⁷. Esse novo mecanismo, parte de um processo mais amplo e em constante ampliação, é melhor materializado em 1986, com o surgimento das “Letras do Banco Central” (LBC). A LBC expressava a taxa de juros de curto prazo, funcionando como um mecanismo de ajuste que incorporava a variação corrente da inflação³⁸, favorecendo aqueles que tinham acesso a esses títulos.

Como explicam Bruno *et al* (2011), por conta da alta inflação³⁹ existente nesse período, a principal moeda emitida pelo Estado (o M1) atuava como meio de pagamento e unidade de conta, porém não, ao menos plenamente, em sua função de reserva de valor. Essa última era mantida pelo setor bancário privado, através de uma forma totalmente endógena: a dívida pública interna. Com isso, surge um “*sistema monetário dual*” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990). De um lado, estão os meios de pagamento, emitidos pelo Estado, mas continuamente erodidos pela inflação, e, de outro, uma *quase-moeda* gerada pelo setor financeiro privado. Isso resulta de um desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas dos anos 60, cujo objetivo inicial foi a regularização de contratos e ampliação da intermediação financeira.

³⁷ As “Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional” (ORTN) já existiam nesse momento, tendo sido criadas em 1964, através da lei nº 4.357, como forma de dar mais credibilidade aos títulos da dívida pública, que até esse momento ainda não contavam com clausuras fixas de correção monetária, sendo constantemente depreciados pela inflação. No entanto, com o avanço da instabilidade econômica, elas também acabariam por ter também seu valor fortemente depreciado. Mais importante, por conta de sua arquitetura, não tinham como funcionar como *quase-moeda*.

³⁸ Para uma explicação mais aprofundada, conferir Cabral (1988) e Carneiro (2002), capítulo 6.

³⁹ A intensa inflação observada no período tem, entre muitas causas, problemas de restrição externa. Por se tratar de um fenômeno complexo e que foge ao escopo desse trabalho, esse não será visto aqui. Para detalhes, ver Carneiro (2002), Parte II.

Mantém-se, assim, protegido o valor da moeda contra grandes perdas inflacionárias através da generalização e sofisticação de mecanismos institucionais de indexação de preços e salários, a correção monetária. Essa “*moeda privada*” era conhecida como *moeda indexada*, sendo o principal fator a permitir a expansão financeira e a acumulação bancária, intensas nesse período, mesmo em um cenário de alta inflação e estagnação (BRUNO ET AL, 2012; BRUNO ET AL, 2009).

O processo de elevação quase contínua da inflação, gerado pelas preocupações advindas do congelamento de preços, engendra o que seria denominado de “*financeirização dos preços*” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990; CARNEIRO, 2002). Esse fenômeno é resultado do uso de taxas de juros de curto prazo, conhecidas como *overnight*, como critério para o reajuste de valores, através da já mencionada LBC.

Em consequência, vai impactar sobre o processo de formação de preços, fazendo com que a trajetória da inflação passasse a depender apenas do movimento da taxa de juros de curto prazo. Essa se encontrava ligada ao comportamento esperado da própria inflação (e, assim, do câmbio) dentro de um mecanismo de inércia de expectativa dos detentores da moeda indexada. Logo, gera-se um processo inflacionário contínuo, por conta de essa ser, em meio a um cenário de alta instabilidade, a expectativa dos detentores da *moeda indexada* (CARNEIRO, 2002). Pode-se apontar esse mecanismo como uma forma indireta de dolarização⁴⁰.

Cabe ressaltar que, por ser resultado dos passivos bancários de emissão diária que vão render o equivalente à taxa *overnight* (“*moeda privada*”), seu principal lastro é um título público, a já mencionada LBC. Essa seria substituída, em 1988, pela “Letra Financeira do Tesouro” (LFT), com objetivos e funcionamento semelhantes⁴¹. Ou seja, ainda se constitui numa taxa pós-fixada cuja remuneração está atrelada à taxa de juros. Em última instância, seu valor se encontra acoplado ao processo de endividamento do Estado e ao manejo do nível da taxa de juros.

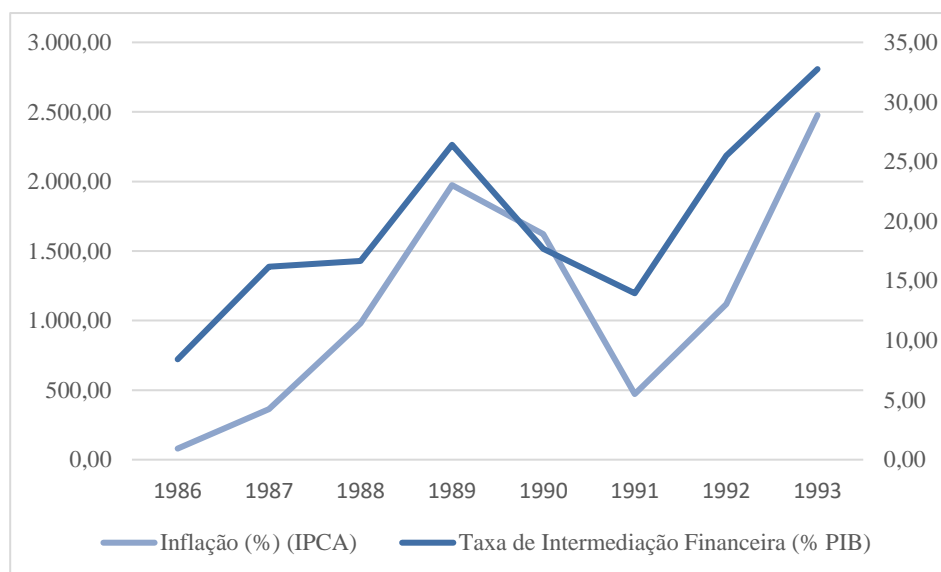
Bruno *et al* (2012) indicam, ao analisar os dados do IBGE referentes ao valor adicionado do PIB da intermediação financeira, uma forte expansão das instituições financeiras nesse período,

⁴⁰ Ao evitar uma dolarização *de facto*, o governo permitiu, em última instância, que os bancos pudessem lucrar mais facilmente com o processo inflacionário. Esse pode ser visto como indício da correlação de forças desse momento, favorável ao setor bancário, que se beneficiou dessa ocorrência para ampliar seu poder de influência sobre a política monetária futura.

⁴¹ Para mais detalhes, ver Cabral (1988).

com a existência de uma correlação positiva entre esse indicador e o nível inflacionário. É possível visualizar essa relação no gráfico I abaixo. Isso permite apontar o surgimento desse mecanismo *dual* como um dos principais vetores da expansão do setor financeiro e da complexidade de seus instrumentos.

Gráfico I: Taxa de Intermediação Financeira X Inflação no Brasil (1986-1993)



Fonte: Baseado em Bruno *et al* (2012, p. 10), com dados de IBGE.

O cenário de alta e crescente inflação diária torna necessária a adoção de estratégias defensivas por parte das empresas, que buscam no mercado financeiro formas de manter os valores de seus ativos. Essa forte demanda por instrumentos protetivos vai contribuir para uma ampla expansão das instituições financeiras do país, cuja lucratividade vai ser alimentada pelos ganhos inflacionários.

Paulatinamente, vai surgindo no interior das empresas uma nova lógica. Essas passam a contar com estratégias financeiras e de ampliação do uso de recursos com finalidades especulativas. Além de visar se proteger da forte instabilidade dos preços, agora integram a busca por maiores ganhos com operações de arbitragem e similares. Efeito análogo foi observado no caso das famílias de alta renda, que também lançam mão de artifícios financeiros como forma de proteção contra variações constantes do valor da moeda (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990).

Essa dualidade monetária permite um lucro inflacionário a todos os agentes econômicos com acesso à moeda indexada, através da captação ou compra da moeda de transação e empréstimo (ou venda) em *moeda indexada*. Disso resultam lucros extraordinários não apenas para bancos, mas também para muitas empresas. Observam-se impactos significativos na dinâmica concorrencial e na relação preço-custo, gerando uma forma de enriquecimento puramente patrimonial e arbitrário. O sistema financeiro, em transformação de meio acessório em protagonista do regime de acumulação, ganha nova centralidade (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990).

Ao final desse período, em particular a partir dos anos 90, tem início uma política de liberalização financeira, que seria um dos principais vetores de transformações do sistema monetário financeiro. Ela é pautada por uma maior desregulamentação financeira, especialmente do setor bancário, e uma ampliação do nível de abertura do mercado, tanto em relação à participação de empresas financeiras no setor, quanto na captação de recursos externos. O principal objetivo dessas reformas era estimular o desenvolvimento financeiro, indo em direção oposta à política de “regulação financeira” presente anteriormente (HERMANN, 2010).

Dentre as demais transformações importantes ocorridas ainda nessa fase, pode-se citar: a autorização de atuação dos bancos múltiplos, essencial para a expansão das instituições financeiras e concentração do mercado; o início, ainda no governo Itamar, de uma política de juros altos, visando a atração de capital externo, o que seria uma das bases de sustentação do Plano Real; a abertura do mercado de títulos de renda fixa, público e privado, ao capital estrangeiro, ampliando a atuação de investidores e especuladores estrangeiros no mercado nacional; e a adesão ao Acordo de Basileia, parte do esforço para adequação do sistema financeiro ao padrão internacional (HERMANN, 2010).

Todo esse período é marcado por um cenário de grande crise político-econômica, na qual se convive com uma preocupação constante em relação à questão fiscal e à inflação resiliente. O Estado se vê paralisado e em grande medida subordinado aos mercados financeiros internacionais, abandonando qualquer preocupação com o lado real da economia, em especial a produção industrial. Volta-se totalmente para a problemática do pagamento da dívida e a busca de uma solução para a crise inflacionária, abdicando o perfil desenvolvimentista e de restrição ao setor financeiro.

Com isso, a adoção de medidas de liberalização financeira deixa o campo da possibilidade interna para o de uma necessidade externamente imposta, tal como o ocorrido em outros países centrais e periféricos. Em consequência emerge paulatinamente um novo modelo de financeirização mais claro e manifesto na economia brasileira.

II.1.3 - Financeirização Alimentada por Juros

Com a consolidação, já iniciada no final do período anterior, de uma arquitetura institucional em grande parte favorável aos detentores de capital e ao mercado financeiro, tanto nacionais quanto internacionais, tem início um terceiro período, ainda vigente. Esse se torna mais claro a partir de 1994, passando pelo governo Itamar, os dois governos de Fernando Henrique Cardoso, os dois períodos de Luís Inácio Lula da Silva, o primeiro de Dilma Rousseff e seu segundo, e interrompido, mandato, estendendo-se aos dias atuais (2018). Apesar da aparente diversidade desses governos, buscar-se-á demonstrar que, no que diz respeito ao fenômeno da financeirização, esses representam muito mais continuidades e aprofundamentos do que divergências, com a concretização da passagem de uma financeirização fomentada pela alta inflação para uma baseada em elevadas taxas de juros.

II.1.3.1 - O Plano Real e o Papel do Regime de Metas de Inflação

Em 1994, o lançamento do Plano Real, ainda no governo Itamar Franco, vem permitir o controle inflacionário, dando fim a uma série de tentativas frustradas de obter a estabilidade dos preços. Baseado em uma âncora cambial, só se viabilizaria graças à expansão e consolidação das reformas financeiras iniciadas no período anterior. A lógica de funcionamento desse programa de estabilização repousa no uso de uma âncora cambial como mecanismo de estabilização inflacionária, utilizando a fixação do valor externo da moeda como forma de alcançar a estabilidade de seu valor interno (CARNEIRO, 2002).

Torna-se, então, necessária a adoção de medidas de intervenção no mercado do câmbio⁴², que implicam em uma contenção fiscal e taxas de juros elevadas. Em apoio a essas transformações,

⁴² Por exemplo, através de vendas diretas de dólares no mercado à vista.

diversas reformas ocorrem em conjunto, tais como privatizações, mudanças no sistema de seguridade social, administrativas, entre outras⁴³ (HERMANN, 2010).

A obtenção de ganhos patrimoniais não tem início apenas com o Plano Real, já existindo nos períodos anteriores. Como demonstrado, esse fenômeno passa a ter impulso com a aceleração inflacionária e a utilização de mecanismos diversos de proteção e especulação. Não obstante, é nesse período que há uma transformação para outro tipo de ganho, agora baseado em juros e outros fluxos de renda. A arquitetura institucional criada anteriormente, e largamente favorável ao mercado financeiro, também não é extinta por esse Plano, mas sim fortalecida.

Por mais que a queda da inflação tenha beneficiado exatamente a parcela da população sem acesso ao mercado financeiro, e, portanto, alheia aos mecanismos de proteção, seu custo, especialmente materializado em uma taxa de juros cronicamente elevada, trouxe efeitos deletérios para a economia. Entre eles, a própria faceta rentista que caracteriza a financeirização, porém com uma roupagem própria à brasileira, como será analisado.

No governo de Fernando Henrique Cardoso, após a consolidação do arcabouço econômico originado com o Plano Real, há o surgimento de uma nova forma de gestão da moeda através da criação do “tripé macroeconômico” (1999), em voga até os dias atuais. Ele se encontra sustentado no uso do regime de metas de inflação, restrição fiscal e flutuação cambial, todos elementos interligados, possuindo por base receituário notavelmente ortodoxo e apoiado na liberalização do mercado de capitais.

O regime de metas de inflação coloca o controle inflacionário como objetivo principal do Banco Central (BC), que define uma meta pública. O instrumento com o qual o BC conta para alcançá-la é a taxa de juros, que serve, em teoria, como forma de conter o “excesso de demanda” existente na economia, através de um choque negativo de demanda, para inibir as firmas de repassarem o aumento de custos para os preços. Assim, em meio a um cenário de inflação “elevada” ou meta mais restrita, há uma tendência constante à manutenção de uma taxa de juros alta (MODENESI, 2005; SERRANO; SUMMA, 2011).

⁴³ Essas transformações tiveram início no governo Collor, ainda que tenham ganhado novo grau estratégico e sido aprofundadas no governo FHC.

A segunda face do tripé está na restrição fiscal. Ela se baseia na busca de um orçamento equilibrado, com metas razoavelmente elevadas para a relação superávit primário/PIB. Isso implica na necessidade de um “ajuste fiscal permanente” e na preocupação com a coordenação das expectativas, de modo a evitar gastos excessivos do Estado que possam se tornar elementos inflacionários. Dada também a necessidade de manutenção de um câmbio sobreapreciado (o que implica a preocupação com o aumento de reservas e, especialmente, uma taxa de juros elevada), um controle mais rígido sobre os gastos do governo (MODENESI, 2005) se impõe. Logo, a capacidade fiscal do governo, e com isso sua atuação de forma geral, acaba por se ver limitada já, em parte, por uma submissão ao mercado financeiro.

Na terceira fase, diretamente ligada às anteriores, há a manutenção de uma taxa de câmbio flutuante em uma faixa bem *suja*, mas apreciada. Essa alta taxa de câmbio serve como um dos principais mecanismos de ajuste dos preços, uma vez que leva a uma equalização no preço dos bens *tradables* aos do mercado externo⁴⁴. Para isso, entretanto, é indispensável dispor de reservas que visem manter o câmbio nesse patamar e que possam ser utilizadas para impedir ataques especulativos. Mais importante, entretanto, é o papel dos juros elevados, pois os mesmos garantem a atração de recursos externos que sobreapreciam o câmbio (MODENESI, 2005; SERRANO; SUMMA, 2011).

Assim, as três faces do tripé atuam conjuntamente para manter a inflação sob controle. As altas taxas de juros reais são importantes para manter o câmbio apreciado, o que implica um forte controle dos gastos totais do governo, permitindo, em conjunto, que a inflação se mantenha dentro do patamar definido pelo BC (independente), que pode atuar sobre os juros sempre que necessário e ignorar seus efeitos para o restante da economia. Na prática, o tripé macroeconômico implica a supervalorização de uma política monetária (PM) restritiva, em detrimento de política fiscal (PF) expansiva (agora fortemente limitada), resultando em taxas de juros elevadas que possuem influência direta na forma pela qual o processo de financeirização se expressa no Brasil.

⁴⁴ Foi a liberalização das contas de capital e financeiras, em conjunto de todo o funcionamento do tripé macroeconômico, que resultou na manutenção de taxas de juros elevadas, visando a atração de capitais, que, no entanto, eram de curto prazo. O resultado foi uma maior volatilidade e apreciação do câmbio, tornando a economia mais vulnerável a choques externos. Como previamente explicitado, essa apreciação esteve muito presente nos países em desenvolvimento (UNCTAD, 2016), podendo, ao menos parcialmente, ser associada também ao caso brasileiro.

A implantação do tripé impacta profundamente o sistema monetário e financeiro, rapidamente alterado através de uma nova visão do Estado, tendo como justificativa a adequação do país ao cenário internacional da época. A este fim, adota-se a remoção de vários arranjos institucionais e regras que restringiam a livre mobilidade do capital e a importação de bens (CARNEIRO, 2002).

Com isso, essa fase atual da financeirização substitui a “alta inflação” por um sistema de “alta taxa de juros”. O sistema financeiro se adapta velozmente ao novo cenário, e troca a renda inflacionária por uma renda de juros, somada aos retornos com ativos financeiros negociados em escala internacional (BRUNO *ET AL*, 2009). O resultado é o surgimento progressivo de um novo modelo de acumulação com características *finance-dominated*, ou seja, no qual há uma predominância do setor financeiro em relação ao restante da economia. Esse tem efeitos especialmente deletérios sobre a taxa de acumulação do capital fixo (BRUNO *ET AL*, 2012), possível graças ao capital político obtido pelo bloco hegemônico do período anterior, cujas origens remetem, como já explicitado, ao processo inflacionário dos anos 80.

A concentração bancária (incentivada pelo próprio governo e resultado da ampliação de medidas de regulação prudencial, por questões de economia de escala, barreiras à entrada e aumento da produtividade⁴⁵), a privatização de bancos estaduais e a acumulação financeira da fase de alta inflação deram ao sistema financeiro poder político suficiente para influenciar de forma efetiva na formação desse novo regime de acumulação. Este responde às demandas do setor financeiro, das firmas financeiras e seus parceiros, como dos detentores de ativos. A liberalização financeira ocorrida foi fundamental para esse processo, permitindo uma aderência da economia brasileira aos mercados globais (BRUNO, 2007).

Em meio a um novo ambiente de liberalização financeira e globalização, ocorrem fortes mudanças estruturais no sistema bancário e financeiro nacional, crescentemente integrado, com grandes repercussões para toda economia. O novo foco da acumulação financeira se transpõe dos mecanismos de proteção inflacionária em direção a ativos de renda fixa e derivativos, ambos ligados ao déficit público e a um cenário de taxas de juros extremamente elevadas em comparação

⁴⁵ De forma geral, a mensuração de níveis de produtividade é um tema complexo e controverso. No caso do setor bancário, há um longo debate sobre como essa pode ser medida e dos efeitos que processos de fusões e aquisições possuem sobre esses indicadores. Para detalhes, ver Dymiski (2007).

ao âmbito internacional. É nesse momento que passa a ser possível apontar um processo de financeirização em sincronia àquele vigente nos países centrais, ainda que singular nos seus mecanismos e dinâmica.

Esse novo cenário gera um estado de “*financeirização permanente*” (MIDIALDEA, 2010), no qual o conjunto da economia passa a reproduzir, de forma sistemática, o predomínio das finanças sobre a atividade econômica. A necessidade constante de captação de recursos externos, de comportamento errático, e a debilidade estrutural da economia brasileira - expressa em sua nova estrutura macroeconômica - estão no centro desse processo.

A nova política macroeconômica do governo, sintetizada no tripé macroeconômico, gera um enorme aumento dos gastos financeiros, que resulta em uma maior emissão de títulos da dívida pública (e de derivativos de câmbio), comprados por fundos de investimentos e de pensão, por bancos nacionais e pelo capital estrangeiro. Com isso se cria um *rentismo baseado em títulos garantidos da dívida pública* (MIDIALDEA, 2010, p. 278). É dessa característica que advém um processo específico de financeirização, em que há um mecanismo peculiar de auto reprodução⁴⁶.

A estratégia de captação de capital externo, em grande parte de curto prazo e especulativo, tem como pilar a atração de fluxos financeiros internacionais. Dentro desse contexto, é a busca por uma rentabilidade financeira de curto prazo que serve de norte para a atuação do capital estrangeiro que chega ao país e dos outros principais atores financeiros nacionais. Entre esses, temos os bancos, fundos de investimento, as grandes empresas industriais e as camadas sociais de mais alta renda.

Para Midialdea (2010), ainda no período FHC, por conta do déficit externo há uma necessidade crescente de financiamento externo. Esse, em conjunto com o aumento da vulnerabilidade causada pela alta volatilidade do fluxo de recursos externos, coloca a economia brasileira em uma situação de permanente vulnerabilidade externa⁴⁷. Tendo em vista ameniza-la, o Estado se vê obrigado a buscar conter esse fluxo instável de capitais, através, principalmente, da

⁴⁶ Tal como apontado por Chesnais (2001), as primeiras manifestações da “mundialização do capital” ocorreram através do mercado da dívida pública. No entanto, como será visto, os mecanismos existentes no caso brasileiro se diferenciam em grau e forma, justificando sua classificação como “peculiaridade”.

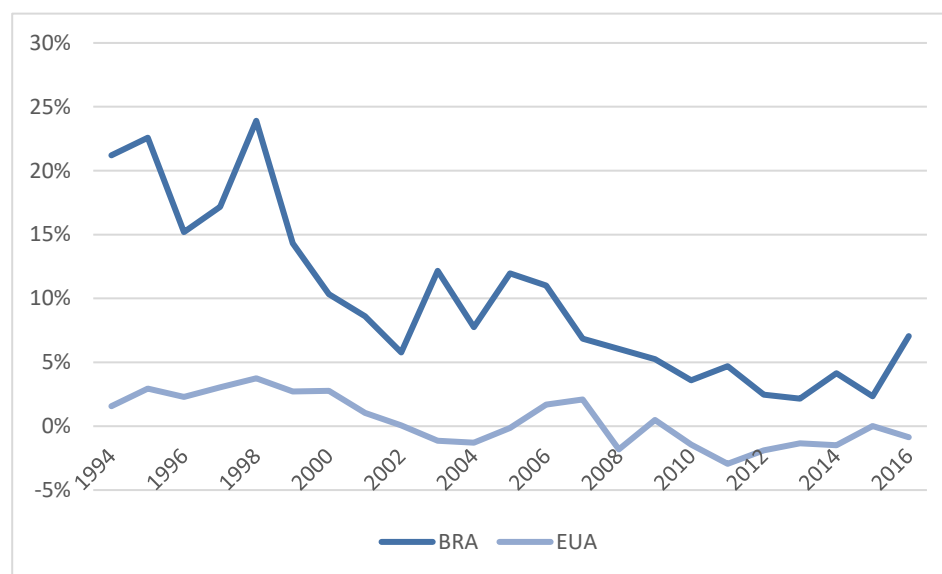
⁴⁷ Esse cenário se alteraria, ainda que parcialmente, ao longo do governo Lula, com a existência, em momentos específicos, de superávits em transações correntes, melhora da composição da dívida e da situação patrimonial. A instabilidade apontada, no entanto, permaneceria como fator constante e relevante. Mais importante, continuaria a ser uma *preocupação central* do governo, com a manutenção das políticas aqui apontadas.

mencionada elevação das taxas de juros. O resultado é um aprofundamento constante da financeirização da economia brasileira (MIDIALDEA, 2010, p. 278-279).

Associado a esse funcionamento, o mecanismo de contenção de pressões inflacionárias atua no mesmo sentido, por via do tripé macroeconômico, impondo, como já mencionado, elevações rotineiras na taxa de juros. Essas têm como objetivo manter o câmbio sobrevalorizado, para, em última medida, obter maior controle sobre a inflação.

O gráfico II, abaixo, demonstra as altas taxas de juros (reais) que foram observadas desde a criação do Plano Real, tendo continuidade, ainda que em patamar menor, após o governo FHC. Também é destacado o contraste com o caso dos EUA, utilizado no capítulo I como modelo principal de economia financeirizada, que conta com taxas de juros reais significativamente mais baixas. Como é possível observar, apesar de uma tendência a queda da taxa real brasileira, o hiato em relação às taxas reais norte americanas se mantém elevado.

Gráfico II: Taxa de Juros Real Anual, Brasil e Estados Unidos (1994-2016)



Fonte: BCB, IBGE, FRED e FMI. Elaboração própria.

Obs: No caso do Brasil foi utilizada a soma da SELIC acumulada ao mês (taxa ex-post), deflacionada pelo IPCA. No caso dos EUA foi usada a média da Effective Federal Funds Rate anual, deflacionada pelo índice de inflação anual fornecido pelo World Economic Outlook Database do FMI.

Assim, ao longo desse período o sistema financeiro brasileiro vai se desenvolver com base em depósitos (mercado de crédito de curto prazo) e não no mercado de investimentos (capitais).

Esse é um modelo muito diverso do existente em outros países, como os nos EUA, podendo ser apontado como algo característico do processo de financeirização brasileiro e parte de sua singularidade (BRUNO *ET AL*, 2009).

Apesar de todas as reformas, um elemento importante do sistema financeiro é mantido: a provisão insuficiente de crédito para o restante da economia, com uma baixa taxa de empréstimo em relação ao PIB, muito reduzida quando comparada à média de outros países. Assim, mesmo com todas as reformas financeiras realizadas no período, o crédito bancário continua a se mostrar um entrave ao crescimento do país, em grande parte resultado das altas taxas de juros reais (HERMANN, 2010).

No período de governo de FHC, a elevação das taxas de rentabilidade não leva a um estímulo tão significativo a ampliação de investimentos produtivos, mas, em seu lugar, a uma tendência a maior compra de títulos da dívida pública. Essa vantagem é mais facilmente aproveitada pelas empresas de maior porte, por conta do volume de seus recursos líquidos (MIDIALDEA, 2010).

Embora ocorra uma elevação na disponibilidade de capital externo, não se verifica aumento do investimento na indústria e em setores de mais alta tecnologia compatível com as exigências de um desenvolvimento de longo prazo. Ao contrário, esses capitais são utilizados de forma especulativa e em setores com baixo impacto no crescimento da produtividade (UNCTAD, 2016). Ou seja, contribui, em grande parte, para o processo de financeirização da economia brasileira, ao incentivar o uso de recursos em investimentos de curto prazo e apartados do setor produtivo.

II.1.3.2 – Crescimento do Crédito e Continuidade do Modelo Financeirizado

Com a mudança de governo e o início do mandato de Luís Inácio Lula da Silva, em 2002, tem início um novo momento político que, no entanto, viria apenas a aprofundar o modelo de expansão da financeirização. Não houve mudanças qualitativas significativas na política de liberalização financeira no Brasil, senão uma ampliação da abertura do mercado financeiro, com a redução de entraves burocráticos e dos custos financeiros do ingresso e da saída de capitais (HERMANN, 2010). As bases do tripé foram mantidas praticamente intactas, perpetuando um

sistema de controle da inflação baseado em altas taxas de juros, câmbio valorizado e relativa restrição fiscal.

Após 2004, em uma situação internacional muito mais favorável ao Brasil, com forte expansão da demanda e do preço das commodities, somado a um mercado interno mais vigoroso, há um novo crescimento do investimento. Essas novas condições macroeconômicas permitem atribuir a esse período as características de um crescimento fortalecido pela oferta de crédito⁴⁸, resultado de sua maior oferta ao consumo, produção e exportação (BARBOSA; PEREIRA, 2010), com um nítido aumento no endividamento das famílias e das empresas financeiras e não financeiras (CORRÊA *ET AL*, 2017).

Essa expansão do crédito, no entanto, vai ser mais relevante no empréstimo a pessoas físicas (e, portanto, predominantemente de curto prazo), passando de 2,5% do total de crédito disponível em 1989 para 30% em 2004-2006 (HERMANN, 2010). Nesse mesmo período há uma elevação do crédito destinado à indústria, que passa de 16,4%, em 1986, para 23,5%, em 2004-2006, também em relação ao total ofertado, envolvendo capital de giro e financiamento de mais longo prazo (HERMANN, 2010).

Há, ainda, um aumento expressivo da capitalização relativa, em relação ao PIB, passando, do período 1999-03, de 38,6% para expressivos 63,3% em porcentagem do PIB, no intervalo 2004-2006, ainda abaixo, no entanto, do existente nos países desenvolvidos. O número de emissões primárias⁴⁹, tanto em números absolutos quanto em valores médios, apresenta um salto muito significativo, em conjunto a um aumento considerável da participação estrangeira na Bovespa. Esse também foi acompanhado de uma maior concentração no número de companhias de capital aberto e negociadas na Bolsa (HERMANN, 2010).

⁴⁸ Parte significativa dessa ampliação do crédito para produção se deu via bancos públicos, principalmente o BNDES.

⁴⁹ Essas incluem debêntures; notas promissórias; certificados de investimento audiovisual; certificado de recebíveis imobiliários; títulos de investimento coletivo; em conjunto de quotas de fundos de investimento imobiliário, Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de investimento em participações e Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

II.1.3.3 - Avanço da Financeirização da Economia Brasileira: Evidências e Indicadores⁵⁰

Esse novo cenário presente no governo Lula se mostra propício ao maior endividamento das empresas e das relações dessas com o mercado financeiro. De acordo com dados do IBGE, é possível visualizar uma redução do autofinanciamento das empresas não financeiras brasileiras ao longo desse período, sempre em níveis históricos comparativamente elevados (CORRÊA *ET AL*, 2017), um fenômeno identificado também em outros países, especialmente periféricos. Essa ocorrência se dá através de uma redução na retenção do lucro obtido, que seria originalmente reinvestido no setor produtivo (UNCTAD, 2016). Um dos resultados dessa nova configuração foi não apenas a elevação do grau de endividamento dessas empresas, mas um endividamento em divisas externas, de maior volatilidade e risco.

Em um fenômeno semelhante ao ocorrido nos países desenvolvidos, começa a se tornar mais clara uma mudança nonexo entre lucros e investimento nos países da periferia, estando o Brasil incluído nesse processo. A financeirização através da taxa de juros diminui o incentivo de empresários e investidores na realização de investimentos voltados para o lado real da economia, tendo como resultado uma menor tendência ao crescimento do estoque de capital produtivo. A taxa interna de retorno que direciona as decisões empresariais de investimento produtivo é afetada por esse fenômeno, passando a um patamar mínimo mais elevado, pela necessidade de ser igual ou superior a rentabilidade obtida no setor financeiro (UNCTAD, 2016).

Isso faz com que parcela dos investimentos em capital fixo, especialmente da indústria, seja descartada em favor da alocação financeira das poupanças empresariais. É dessa característica que resulta a alteração do nexo entre lucros e investimento, levando a um crescimento mais lento das taxas de “Formação Bruta de Capital Fixo” (FBCF) e da poupança agregada, necessárias a um desenvolvimento produtivo mais consistente e de longo prazo (BRUNO; CAFFÉ, 2015).

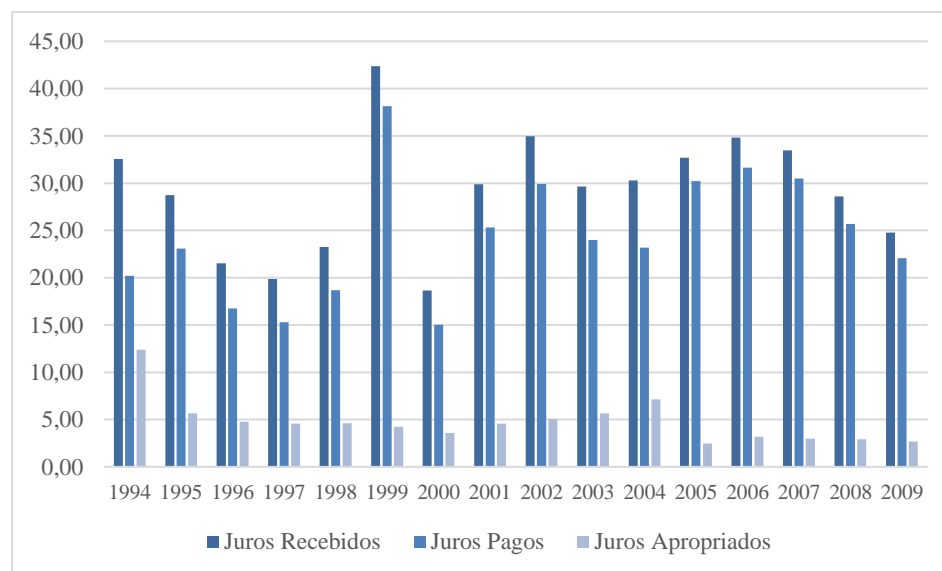
Tendo em vista permitir uma visualização empírica do fenômeno, Bruno e Caffé (2015) propõem a utilização de quatro indicadores capazes de demonstrar, em nível macroeconômico, o processo de financeirização em voga no Brasil: a participação da renda de juros no produto total;

⁵⁰ Como usualmente ocorre com indicadores que buscam afirmar a existência de um fenômeno e suas relações de causalidade, os aqui apresentados também podem gerar debates relativos à sua efetividade de análise. Não obstante, esses são utilizados nesse trabalho apenas como indícios da existência do processo de financeirização no Brasil. Foge de nosso escopo uma análise mais detalhada de sua precisão metodológica e causal.

a composição setorial da renda de juros; a composição da receita operacional do sistema financeiro; e a “taxa macroeconômica de financeirização”.

O primeiro analisa o fluxo de juros recebidos, pagos e apropriados pelo sistema bancário-financeiro brasileiro entre os anos de 1993 e 2010. Como o gráfico III abaixo demonstra, é possível identificar um patamar elevado, no qual, entre esse período, 1/3 do produto total brasileiro é absorvido pela renda de juros. Bruno e Caffé (2015) apontam esse como um dos motivos para a elevação da carga fiscal desde o início dos anos 90 e uma evidência de uma financeirização da economia brasileira pela via dos juros.

Gráfico III: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pelo Sistema Bancário-financeiro Brasileiro (em % do PIB) (1994-2009)



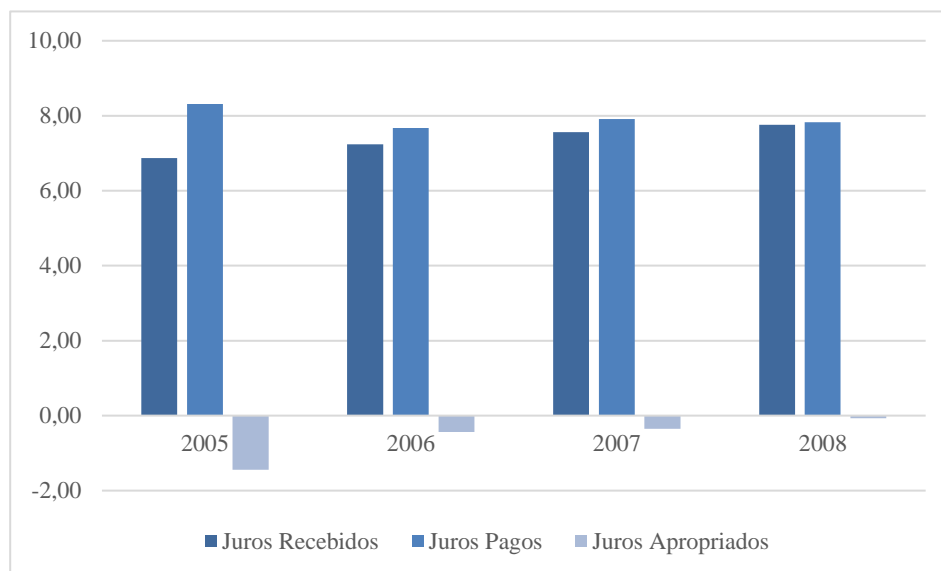
Fonte: Adaptado de Bruno e Caffé (2015, p. 42), com dados do Sistema de Contas Nacionais Brasil – Conta Financeira e Conta de Patrimônio Financeiro 2004-2009.

Obs: Os fluxos de juros foram calculados através das Contas Nacionais, seguindo a metodologia do *System of National Accounts* (SNA). Os dados primários são originários do Banco Central do Brasil (BCB), contidos no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF). Para uma exposição detalhada da metodologia utilizada, ver Bruno e Caffé (2015, p. 41-42).

O segundo indicador analisa a composição da renda de juros pagos e recebidos por setor, entre 2005 e 2009, servindo como meio de identificar quais os setores são mais beneficiados nessa forma de renda financeira. Como apontado nos gráficos IV e V, o que se encontra é que, apesar de terem posições deficitárias em relação à renda de juros, as empresas não financeiras também

apresentam ganhos significativos nessa mesma modalidade, ainda que não tão elevados, enquanto o governo se mostra muito mais deficitário em juros. Logo, a conclusão que se alcança é que esse também é um indício de uma financeirização da atividade das empresas brasileiras, que passam a usufruir de ganhos de origem financeira, e da posição deficitária da administração pública.

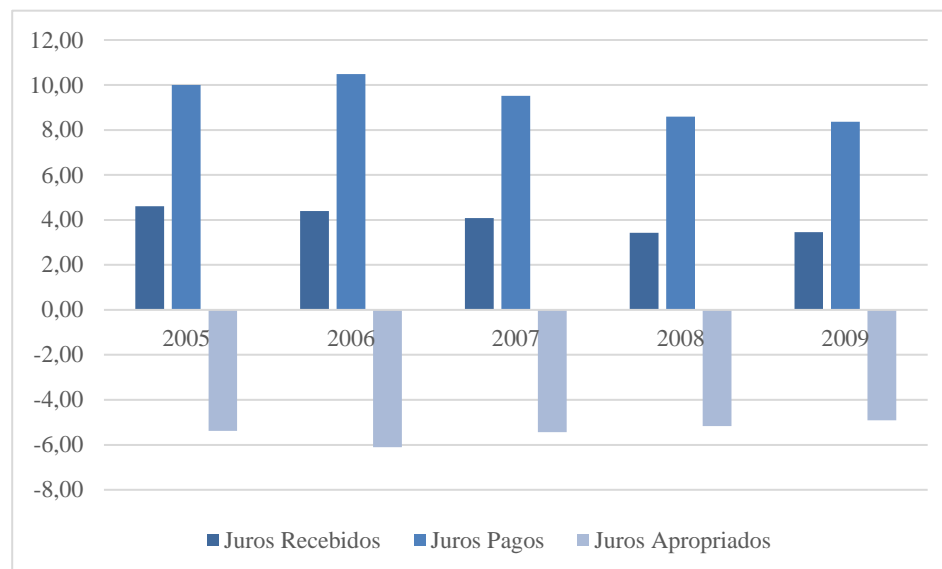
Gráfico IV: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pelas Empresas não Financeiras (em % do PIB) (2005-2008)



Fonte: Adaptado de Bruno e Caffé (2015, p. 44), com dados do Sistema de Contas Nacionais (IBGE) - Conta Financeira e Conta de Patrimônio Financeiro 2004-2008.

Obs: Indicador calculado pelo IBGE, seguindo a metodologia proposta pelo SNA.

Gráfico V: Fluxos de Juros Recebidos, Pagos e Apropriados pela Administração Pública (em % do PIB) (2005-2009)



Fonte: Adaptado de Bruno e Caffé (2015, p. 45), com dados do Sistema de Contas Nacionais (IBGE) - Conta Financeira e Conta de Patrimônio Financeiro 2004-2009.

Obs: Idem gráfico IV.

Já o terceiro indicador apresentado por Bruno e Caffé (2015, p. 46) lança mão de uma análise da composição das receitas operacionais das empresas financeiras. Os autores concluem que esse revela um retorno operacional do sistema financeiro crescente e dominante no que diz respeito às rendas de títulos e valores imobiliários, dos anos 1995 até 2007, acompanhado de uma queda das rendas de operações de crédito. Esse resultado expõe que o sistema bancário-financeiro brasileiro ainda é muito pouco funcional no que diz respeito à provisão de crédito para toda a economia.

Por fim, Bruno e Caffé (2015, p. 47) se valem de um quarto indicador, a “taxa de financeirização”. Essa é inspirada nos trabalhos de Aglietta [1995 (2004)], sendo calculada através da razão entre o total de ativos financeiros não monetários e o estoque total de capital fixo produtivo. Com isso é possível analisar os impactos da financeirização sobre o comportamento da acumulação de capital fixo produtivo. Os autores sustentam que esse indicador demonstra bem as transformações ocorridas com o aprofundamento do processo de liberalização financeira, enfatizando o descolamento surgido nesse período entre a razão ativos financeiros/ativos fixos produtivos e a taxa de acumulação de capital. Os resultados apontam para o que já havia sido

anteriormente observado: apesar do crescimento dos ativos produtivos, esses se ampliam em nível inferior ao observado no setor financeiro.

Na esfera microeconômica, um dos principais canais de atuação do processo de financeirização no Brasil se sucede através da mudança da lógica interna das empresas, processo próximo ao ocorrido nos países centrais. Aqui, no entanto, esse é fortalecido pela atuação das grandes empresas transnacionais, cuja nova razão corporativa segue os mesmos ditames de suas sedes, impondo medidas que priorizem a remuneração dos detentores de ações nos países centrais, em lugar do reinvestimento local dos lucros obtidos (UNCTAD, 2016).

Essa nova lógica de atuação das empresas que operam no Brasil pode ser visualizada através de um trabalho empírico produzido por Miranda e Matos (2016), utilizando Análise de Componentes Principais (ACP) e Análise Qualitativa Comparativa *Fuzzy* (fsQCA). Esses realizam um exame da atuação de empresas não financeiras do Novo Mercado da Bovespa no ano de 2012, em busca de indícios da existência de uma atuação calcada pelo processo de financeirização.

A conclusão a que chegam os autores é que essas empresas podem ser denominadas de *financeirizadas*, ainda que em níveis diferentes, com a presença marcante de aplicações financeiras elevadas em praticamente todos os casos, afetando o investimento produtivo, que perde lugar. Parte significativa dos recursos obtidos por essas empresas é utilizada para aplicações financeiras e para a remuneração do capital, através de dividendos e juros sobre capital próprio e de terceiros. Resultado similar foi observado por Midialdea (2010), ainda que partindo de uma série temporal e metodologia distintas. Com isso há uma priorização dos retornos de curto prazo e da maximização da riqueza dos acionistas, colocando em posição secundária o investimento produtivo. Ou seja, uma das dimensões do processo de financeirização.

Outro fator importante, também presente na economia brasileira ao longo desse período, foi a “*financeirização dos preços das commodities*”, um fenômeno internacional e já previamente explicitado. Esse tipo de financeirização implica maior volatilidade de compra e venda de commodities no mercado nacional, atribuída a diminuição de políticas de intervenção que visavam uma maior estabilidade do preço, levando a uma flutuação de valor mais intensa e volátil, próxima a existente no caso de ativos financeiros (CARNEIRO, 2012). Há, também, concomitantemente, uma expansão no uso de *hedge* em operações dessa natureza.

A tendência especulativa desses preços se encontra muito atrelada aos movimentos no mercado futuro, com a elevação do número de *players* nesses mercados e a criação de novos instrumentos financeiros. Com isso há uma aproximação entre a determinação dos preços das commodities e a de outros ativos financeiros. O resultado é um efeito maior da especulação sobre a formação de preços dessa categoria de produtos, com a determinação dos preços ocorrendo inicialmente no mercado futuro e os preços à vista sendo definidos por arbitragem. Logo, a esfera especulativa acaba por afetar o lado real da economia (CHICOSKI, 2016).

Finalmente, é possível apontar, também, uma chamada “*financeirização no mercado de câmbio*”, que ocorre em conjunto da expansão do mercado de derivativos e pelo maior uso de *hedge* e operações de *carry trade*. Como já mencionado, a passagem para um sistema de câmbio flutuante leva a uma maior instabilidade e flutuação no seu valor, abrindo espaço para uma maior atividade especulativa (CHICOSKI, 2016).

O que se observa é uma atuação de estrangeiros e investidores no mercado futuro brasileiro, possuindo como meta primária a obtenção de ganhos especulativos. Ao mesmo tempo, os bancos atuam visando a realização de ganhos de arbitragem, transmitindo, com isso, a pressão especulativa oriunda do mercado futuro para o mercado à vista. No caso da existência de um excesso de reserva especulativa por dólar, surgida desse mercado futuro, ocorre uma apreciação da taxa de câmbio futura e uma elevação do cupom cambial. O desequilíbrio resultante desse processo que origina, através das operações de arbitragem, pressões especulativas para a taxa de câmbio à vista. Ou seja, um movimento especulativo se transforma em um dos fatores fundamentais na definição de uma das variáveis mais importantes para toda a economia (ROSSI, 2014).

Já no segundo governo Lula, a crise financeira internacional (2007) veio interromper o breve ciclo expansivo. Essa acabou por aprofundar o processo de financeirização da economia brasileira ao elevar os níveis de endividamento, tanto público quanto privado (CORRÊA ET AL, 2017). Mesmo que contida pelo governo através de medidas anticíclicas, o investimento acabou sendo impactado fortemente em período posterior, especialmente por conta do cenário internacional desfavorável. É notável um descolamento entre a FBCF e as operações de crédito no setor privado, ocorrido a partir de 2012 (CORRÊA ET AL, 2017). Esse fenômeno é resultado de uma quebra de expectativa de receitas, que levaram as empresas nacionais, já alavancadas, a uma

necessidade de pagamento e refinanciamento de suas dívidas, em detrimento da geração de novos investimentos.

Há, assim, um período de otimismo, relacionado com o *boom* das commodities, que levou a uma elevação constante do grau de endividamento das empresas, que já vinham, desde os anos 90, em ritmo constante de aumento. Esse não foi um fenômeno exclusivo do Brasil, tendo sido observado, também, em outros países periféricos (UNCTAD, 2016). Essas firmas esperavam que suas receitas fossem capazes de cobrir seus custos operacionais e financeiros. No entanto, a crise veio a quebrar essa expectativa, revertendo o ciclo expansivo e levando a uma piora no quadro financeiro das empresas, dentro de uma situação de maior fragilidade financeira (CORRÊA *ET AL*, 2017; CARNEIRO, 2017).

É apenas no primeiro mandato da presidenta Dilma Rousseff, em 2012, que há uma tentativa de redução, através de mecanismos distintos, da taxa de juros. A presidenta adotou uma nova estratégia que, entre muitos elementos, buscava a regulação do fluxo de capitais e dos derivativos. Essa, no entanto, fracassaria⁵¹, levando a retomada e aprofundamento do padrão anterior, que seguiria sua marcha em meio a um cenário de grande instabilidade e incerteza até a interrupção de seu segundo mandato, em 2016⁵².

II.2 - Provisão Social como Instrumento de Financeirização

Outro fator muito relevante para o processo de financeirização ocorrido no período do Governo Lula e Dilma foi a expansão das finanças na vida cotidiana da população no seu conjunto, e não mais apenas na esfera das elites. Esse fenômeno se deu através da ampliação do mercado de crédito, notadamente de consumo (CARNEIRO, 2017) e da oferta de seguros e outros produtos financeiros como mecanismos de proteção (LAVINAS, 2017b). A financeirização do cotidiano tomaria forma, aqui, através de um endividamento das famílias facilitado por políticas públicas. Essas utilizariam parte desses recursos como forma de custear o consumo de serviços, muitos deles

⁵¹ Para uma análise inicial sobre a política econômica do governo Dilma e o contexto na qual estava inserida, ver Carneiro (2017).

⁵² Os períodos posteriores a esses foram marcados por forte anormalidade, não sendo possível, ainda, ter uma visão mais clara das transformações ocorridas e de sua estabilidade. Por esse motivo, essas não serão analisadas nesse trabalho.

de caráter público, levando, ao mesmo tempo, a um incentivo a empresas desses setores a adotarem atitudes especulativas e típicas de setores financeirizados.

II.2.1 - Inclusão Financeira e Expansão do Crédito

Em relatório publicado em 2005, o Banco Mundial (*apud* DYMSKI, 2007) já apontava para o acesso incipiente da maior parte das famílias brasileiras ao sistema de crédito e financeiro de forma geral. A inclusão financeira de todos os setores, mesmo os de menor renda, passa a ser crucial ao desenvolvimento dos novos mercados. O Brasil desponta como atrativo aos bancos e agências financeiras por conta de seu mercado: de um lado, ricos com alta capacidade de investimento e, de outro, um setor ainda em exploração, composto de famílias desprovidas de recursos e sem acesso a serviços básicos, por falhas de governo (BARR, 1998). Assim, o acesso a essa inédita fatia do mercado se torna um “desafio-chave” para as firmas do setor financeiro (DYMSKI, 2007). A estratégia adotada, então, passa desde a realização da inserção dessas famílias nos componentes básicos do mercado financeiro (inclusão bancária e financeira) até, de forma mais indireta, o usufruto de benefícios creditícios e inclusão da lógica das finanças na vida dessas por canais diversos, especialmente em elementos fundamentais ao exercício da cidadania.

Nesse período há a criação de diversas inovações financeiras, que visavam, em sua maior parte, contornar as altas taxas de juros e os *spreads* elevados. Dentre essas, a de maior destaque é o crédito consignado, criado pelo governo Lula em 2003, após a pressão das organizações sindicais (em especial da “Central Única dos Trabalhadores”, CUT) (LAVINAS, 2017b). Essa nova modalidade de crédito permitia a captação direta das parcelas devidas na folha salarial de aposentados, pensionistas, funcionários públicos e outras categorias profissionais cujos sindicatos fizessem acordo para sua implantação.

Tal medida contribuiu para a diminuição do custo do empréstimo por parte das instituições bancárias ao reduzir de forma considerável a chance de não pagamento. O resultado foi um incentivo ao endividamento das famílias, intenso ao longo do governo Lula e início do governo Dilma (CARNEIRO, 2017), com o crédito individual ao consumo aumentando, em termos reais, em torno de 150% entre 2007 e 2014 (LAVINAS, 2015b). Parte significativa desse aumento se deu através do crédito consignado, que, entre 2004 e 2010, representou 32% da variação do volume de crédito à pessoa física (MARTINS; FERRAZ, 2011, p. 283).

Assim, o que se observou foi a utilização de benefícios *in cash* (pensões e aposentadorias ofertadas pelo governo através da previdência e da seguridade social) como um tipo peculiar de *colateral*⁵³. Esses, atrelados ao valor do salário mínimo, tiveram uma expansão constante que permitiu uma segurança crescente no fornecimento de crédito ao consumo. Foram potencializados os efeitos desse benefício social, ampliando o aumento do bem-estar pela via do consumo com endividamento. Como no período o gasto social se encontrou quase todo concentrado em transferências para as famílias (2/3 do total), com expansão inferior à dos benefícios *in kind*⁵⁴ (LAVINAS, 2015b; DWECK; TEIXEIRA, 2017; CARNEIRO, 2017), é possível apontar para uma importância crescente do crédito como fator de acesso a serviços de mais qualidade (LAVINAS, 2017b).

II.2.2 - Financeirização e Política Social

Ao longo de todo esse novo período se identifica uma crescente influência do capitalismo financeirizado em quase todas as esferas da política social (LAVINAS, 2017b), alterando sua lógica de funcionamento e razão de ser, em um fenômeno próximo ao ocorrido nos países centrais. Da mesma forma, grande parte dessas transformações ocorre de maneira indireta, através do incentivo a expansão do mercado de crédito, permitindo a entrada dessas famílias não só em um novo nexo de endividamento e usufruto de ganhos futuros, mas também na reprodução de uma lógica financeirizada das empresas beneficiadas pelo surgimento desses novos mercados.

Os incentivos ao crédito em suas diversas formas, potencializados pela política de valorização do salário mínimo e o forte crescimento do emprego formal, levaram a uma expansão do endividamento das famílias brasileiras, especialmente das mais pobres e marginalizadas. Essa maior alavancagem se encontra atrelada ao consumo não apenas de bens duráveis, mas também ao acesso – ainda que precário – a esses serviços básicos⁵⁵, muitos garantidos na constituição cidadã de 88 como direitos universais. Percebe-se, assim, um efeito próximo ao ocorrido nos países centrais, e já previamente explicitado, de uma financeirização do *dia a dia* que surge como forma

⁵³ Para um maior detalhamento do uso aqui feito do termo, ver capítulo I do presente trabalho.

⁵⁴ Em Economia do Bem-estar Social, benefícios *in kind* representam provisões de serviços, gratuitos ou subsidiados, de natureza pública e desmercantilizada.

⁵⁵ De acordo com pesquisa realizada pelo “Instituto Data Popular” (BONFANTI & FARIELLO, 2014 *apud* LAVINAS, 2017a) no final de 2014, a classe C (com renda familiar de até 1.148 reais mensais), detentora nesse momento de 58% dos empréstimos, destinava 65% de sua renda ao pagamento de serviços, especialmente de saúde e educação (LAVINAS, 2017a, p. 192).

de complementar, e muitas vezes substituir, uma provisão pública, de responsabilidade do Estado. Esse fenômeno pode ser melhor observado na saúde, habitação e, especialmente, educação superior, como será resumidamente analisado abaixo.

No caso da saúde, os anos recentes foram palco de um intenso crescimento dos grandes conglomerados da área da oferta privada⁵⁶. Houve uma forte expansão dos planos de saúde, que, aproveitando-se da maior renda dos trabalhadores, da contínua precariedade e da visão do público de uma baixa qualidade da provisão pública ofertada pelo SUS, canalizaram esse descontentamento para a criação de novos planos “populares”. Esses, de menor custo, permitiram a entrada nesse segmento de uma população antes excluída desse mercado.

Em conjunto de uma postura mais passiva dos órgãos reguladores⁵⁷ (em especial da Agência Nacional de Saúde Suplementar, ANS), observou-se a entrada de *players* internacionais nesse setor, ao mesmo tempo em que houve uma postura mais agressiva de fusões e aquisições. Presentes no mercado financeiro, corporações como Qualicorp, Amil, Bradesco Saúde, Intermedica, entre outras, passaram a auferir lucros crescentes, o que se refletiu na valorização de suas ações e uma consequente atitude mais enérgica pela conquista de novos mercados. A saúde, um dos mais importantes pilares da política social, torna-se, assim, um novo *locus* de acumulação típico do capitalismo financeirizado, com uma intensa atividade especulativa e uma governança corporativa voltada a valorização acionária (SESTELO; BAHIA, 2013).

A habitação é outro caso emblemático de avanço do processo de financeirização através de um dos pilares da política social. Diferentemente do ocorrido em outros países com sistemas financeiros mais avançados, nunca se desenvolveu no Brasil mecanismos *completos*⁵⁸ de financiamento habitacional, apesar de inúmeras tentativas ao longo da história, especialmente no regime militar⁵⁹. Mesmo que de grande importância, especialmente como mecanismo de incentivo

⁵⁶ Para uma análise mais detalhada, ver Sestelo (2017).

⁵⁷ Entre diversas medidas, pode-se citar a Resolução Normativa nº 196 de 2009, criada no segundo mandato do presidente Lula. Essa norma estipula a criação dos planos “coletivos de adesão”, de regulação mais branda e apontada como benéfica aos planos de saúde. Para mais detalhes, ver Sestelo e Bahia (2013),

⁵⁸ Por *completos* se entende um mercado consolidado de financiamento imobiliário/hipotecário, com acesso factível a maior parte da população.

⁵⁹ Para um histórico dos projetos de financiamento habitacional, ver Klink e Denalti (2014) e Ferraz (2011).

ao crescimento, esses permaneciam restritos a uma camada mais rica da população, perdendo seu caráter de política social inclusiva e redistributiva.

Com a retomada do crescimento da economia, esse cenário se modifica e ocorre uma ampliação de crédito, somada a mudanças no marco regulatório (FIX, 2011). Há, assim, o início de um *boom* da construção civil, que se solidifica com a abertura de capital das grandes incorporadoras e construtoras em 2006/2007, permitindo uma maior participação de grandes fundos de aplicação financeira na composição acionária das empresas participantes desse mercado⁶⁰.

Nesse contexto, surge o programa “Minha Casa Minha Vida”⁶¹ (MCMV), em 2009, no segundo mandato do presidente Lula, adotado, em grande parte, como medida anticíclica e não de política habitacional. Esse veio a dar um impulso ainda maior a tentativa de expansão imobiliária, contribuindo para que as grandes empresas do setor fossem capazes de acessar uma nova fatia de um mercado ainda pouco explorado: os segmentos de baixa e média renda. Grandes empresas, como MRV, Cyrela, Gafisa, PDG, Rossi, entre outras, vivenciariam uma forte expansão no número de empreendimentos. A rápida e intensa valorização acionária foi incentivada pela necessidade de satisfazer os investidores, muitos deles estrangeiros, com uma maior pressão pela busca de novos terrenos e mercados.

Essa guinada especulativa no setor habitacional ocorreu de forma paralela a de outros países (ROLNIK, 2013), como EUA e Grã-Bretanha, porém com intensidade menor e alcance reduzido. Não obstante, o que se viu foi uma investida do mercado financeirizado que se deu sem a criação de um planejamento (público) urbano. O MCMV foi criado como forma de incentivar ainda mais essa atividade e tentar incorporar a população de renda mais baixa, relegando a política habitacional, especialmente para as camadas mais pobres, a uma lógica em grande medida pautada pelo capital financeiro, beneficiado pela especulação do valor dos terrenos. Esse, no entanto, não foi capaz de revolver os graves e profundos problemas que apenas uma política habitacional poderia ter capacidade de tratar (SANFELICI, 2013; FIX, 2011).

⁶⁰ Para uma análise mais detalhada da expansão das grandes empresas nesse setor, ver Sanfelici (2013).

⁶¹ Para uma análise dos avanços e das limitações do pacote habitacional, ver Fix (2011).

Na educação, observa-se um exemplo completo do fenômeno da financeirização sobre a política social, especialmente no que diz respeito a educação superior. De um lado, há um maior endividamento das famílias através de um crédito subsidiado pelo governo, na busca por um maior grau de formação educacional. De outro, grandes conglomerados educacionais com atitudes de mercado altamente agressivas e pautados por uma valorização acionária constante, relegando o seu serviço oferecido a um segundo plano. Por conta de sua importância e relevância, esse setor será melhor analisado no capítulo III do presente trabalho.

II.2.3 - A *Proto-financeirização* no Âmbito das Famílias

Apesar de toda evolução recente, com a expansão da importância do mercado financeiro na vida das famílias (por conta do aumento do endividamento e das inovações financeiras) e da tomada da área social por empresas regidas por uma lógica financeirizada, quando comparado ao caso de outros países (especialmente os mais ricos), um setor ainda se encontra inexplorado: o de investimento direto no mercado financeiro por parte de um segmento mais amplo da população. Em outras palavras, a maior parte da sociedade brasileira ainda se encontra fora dos círculos de investimentos financeiros, como da bolsa de valores ou mesmo a compra e venda de títulos de renda fixa e variável, públicos e privados⁶². Tanto por uma questão de capital disponível quanto de mecanismos de acesso a esses mercados, esses ficam, em grande parte, restritos as camadas mais ricas da população, não se tornando, como no caso mais clássico, previamente apresentado, da financeirização do *dia a dia*, um elemento central na vida da maior parte das famílias.

Isso torna possível apontar a existência de uma *proto-financeirização*⁶³, na qual as famílias, mesmo que em grande parte previamente excluídas, total ou parcialmente, do processo de financeirização, tornam-se progressivamente peça fundamental no funcionamento das engrenagens desse sistema capitalista financeirizado. Ainda que não participem de forma ativa e direta do sistema financeiro, beneficiando-se, assim, de um efeito riqueza típico de uma *financeirização completa do dia a dia*⁶⁴, as famílias brasileiras já se encontram inseridas, como apontado, de forma significativa na esfera de influência do mercado financeiro. Esse é um fenômeno que tem origem

⁶² Como exemplo, é possível apontar o número de investidores na bolsa brasileira. De acordo com dados da BM&FBovespa, em 2016 existiam 564.024 pessoas físicas inscritas como investidores, número *563% superior* ao de 2002 (início da série histórica).

⁶³ O termo *proto* é aqui utilizado como forma de indicar um processo ainda incompleto, porém em evolução.

⁶⁴ Como a descrita no capítulo I do presente trabalho.

no governo Lula, através do processo aqui descrito, ganhando forma e continuidade nos governos seguintes, culminando em uma financeirização do cotidiano mais próxima da observada nos países centrais, ainda que com diversas características próprias.

Agora, não apenas as famílias se encontram em uma nova situação de dependência (e sobre influência) do setor financeiro nas áreas mais críticas de suas vidas, como também a expansão crescente de renda advinda de canais financeiros, fruto de todo esse processo, engendrou e incentivou o descrito processo de financeirização das empresas nacionais e estrangeiras atuantes no Brasil.

Considerações Finais do Capítulo: Financeirização com Peculiaridades e Incompletudes

Levando-se em conta as características do processo de financeirização ocorrido no Brasil, em especial do Plano Real até o presente, é possível apontar diversas peculiaridades em relação ao sistema colocado em curso nos países desenvolvidos, cujo início remonta aos anos 80. Esse é um fato esperado, pois, como já previamente explicitado, o capitalismo financeirizado se configura de forma diversa, refletindo as especificidades existentes em cada nação e, em especial, de seus sistemas monetário financeiros.

A primeira peculiaridade, e possivelmente a de mais destaque, é a concomitância de uma expansão da lógica das finanças, desde as empresas até as famílias, com uma taxa de juros real em patamares não apenas comparativamente elevados, mas entre as maiores do mundo. Essa característica faz com que o processo de financeirização ocorrido no Brasil esteja em grande parte baseado na renda proveniente dos juros, em especial naqueles advindos da dívida pública. Ou seja, diferentemente do ocorrido nos países centrais, e em especial nos EUA, no qual há um foco nos ganhos acionários, aqui esse se baseia em uma outra forma rentista.

Essa configuração acaba por explicitar o papel que o Estado brasileiro possui nesse processo. Como demonstrado ao longo de toda seção anterior, não apenas ele foi o responsável pela implantação direta das reformas e a transformação do sistema monetário e financeiro, mas toda a manutenção desse aparelho depende de suas ações. Entre as mais importantes, está o uso de

uma taxa de juros elevada como instrumento macroeconômico de estabilidade desse sistema, a despeito de seus efeitos nocivos em relação ao restante da economia.

Assim, apesar do complexo debate sobre os motivos da existência de uma taxa tão elevada no Brasil, essa possui um componente político que não pode ser desprezado, se tratando, dessa forma, por vias diretas, de uma *escolha* realizada pelo Estado (SINGER, 2012). Como apontado anteriormente, essa característica brasileira se encontra presente mais marcadamente desde o início do Plano Real, sendo um problema macroeconômico e estrutural atrelado a uma questão *institucional*. Esta está relacionada com a correlação de forças da qual o Estado brasileiro faz parte, que limita a possibilidade de atuação dos governos, impondo medidas muitas vezes contraditórias e prejudiciais para a maior parte da população do país. Em especial, o capital político conquistado pelos bancos ao longo do aprofundamento do processo de financeirização pode ser apontado como um dos fatores responsáveis por essa configuração.

A segunda peculiaridade mais visível está fortemente relacionada com a primeira: a insuficiência *histórica* de um sistema funcional de crédito. Apesar dos enormes avanços nos anos recentes, especialmente no crédito voltado ao consumo, a oferta de crédito para instituições privadas, especialmente a indústria, manteve-se ainda limitada. Não só em números absolutos, mas também em custo. Assim, aqui o processo de financeirização não foi capaz, até o momento, de auxiliar na criação de um sistema mais funcional de financiamento. O crédito a longo prazo continua fortemente limitado, se não inexistente, dependendo da oferta realizada através de bancos públicos.

Não obstante, as inovações bancárias ocorridas nos períodos recentes, em especialmente o crédito consignado, descrito anteriormente, foram capazes de alterar parcialmente essa situação, especialmente para o crédito de curto prazo. Posteriormente também se observou uma elevação do crédito imobiliário, de mais longo prazo, especialmente pela atuação dos bancos públicos. Essa postura mais agressiva do setor bancário foi fundamental para o aumento do uso do crédito por uma parcela mais ampla da população, e um conseqüente aumento nos níveis de endividamento, contribuindo para o processo de financeirização do *dia a dia* (MARTINS; FERRAZ, 2011; LAVINAS, 2017b).

A terceira peculiaridade, também atrelada a primeira e a segunda, está nos efeitos da financeirização sobre as famílias. Como já mencionado, a renda mais baixa da maior parte da população evita, ao contrário do ocorrido nos países centrais, que essa participe com mais intensidade do sistema financeiro. Com isso, a maior parte da sociedade se encontra em uma posição marginalizada, não sendo capaz de usufruir de um efeito riqueza derivado da aplicação de recursos no mercado financeiro, oriundos de ganhos acionários e títulos especulativos. Da mesma forma, ainda que presente, o terceiro *sentido* da financeirização aqui adotado, do *dia a dia*, tem seu efeito restringido, com uma menor influência das finanças na vida da população em comparação aos países centrais, de renda mais elevada.

Tendo em vista essas deficiências, o Estado brasileiro passou a atuar, especialmente com o governo Lula, buscando alterar essa situação de diversas formas. Em especial, houve a *instrumentalização* da política social (LAVINAS, 2017b), que passou, agora, a dar suporte a expansão financeira e, assim, ao processo de mercantilização, bancarização e, finalmente, financeirização.

Esses três fenômenos, apesar de próximos, possuem diferenças importantes entre si. A mercantilização diz respeito ao aumento da presença do mercado, de forma geral, na sociedade, com oferecimento privado do que antes podia ser acessado livremente, especialmente por oferta pública, através de *relações não mercantis* (FRASER, 2012). A bancarização representa o aumento no grau de acesso a serviços bancários básicos, como conta bancária e poupança (DYMSKI, 2007). Por fim, a financeirização é representada aqui pelo o foi extensamente denominado de *financeirização do dia a dia* no capítulo I, se caracterizando pela entrada das famílias em uma nova lógica financeira. Esses três conceitos se encontram encadeados, não sendo possível a existência do último sem a presença prévia dos dois primeiros.

Esse processo ocorreu concomitantemente a uma expansão da provisão pública, que, no entanto, ainda se mostra insuficiente as necessidades da população do país. Dessa forma, a política social acaba por auxiliar a financeirização na esfera das famílias, até então muito incipiente. O resultado foi um aparente *paradoxo*, no qual os esforços do governo para ampliação do crédito, através do setor social, se chocavam com a existência de um insuficiente sistema creditício, assentado em altas taxas de juros (LAVINAS, 2017b).

Considerando todos os fatores em conjunto, é possível afirmar que nesse período houve o aprofundamento da financeirização nos três *sentidos* aqui considerados: como um novo regime de acumulação, pautado na especulação e em detrimento do lado real da economia; na lógica de funcionamento das empresas, agora com foco curto-prazista e especulativo; e na inserção das famílias brasileiras dentro de uma crescente influência do mercado financeiro.

Dada a centralidade que a política social possuiu nesse processo nos últimos anos, o próximo capítulo buscará realizar uma análise de como a financeirização do Brasil foi levada a cabo através da mencionada *instrumentalização* da política social. Para isso, utilizar-se-á como estudo de caso do sistema de educação superior privado lucrativo, que, como apontado, incorpora quase todos os elementos aqui apresentados. Esse setor foi palco de uma ampliação do acesso e da permanência no ensino superior pautada no endividamento dos alunos, em conjunto de uma expansão dos grandes conglomerados do setor, parcialmente por meio de benefício público.

Capítulo III - A Financeirização do Ensino Superior Privado Brasileiro

Introdução

Como visto nos capítulos anteriores, a financeirização é um fenômeno mundial com características peculiares no Brasil. Entre muitos de seus efeitos, passa de forma progressiva a afetar a vida das famílias e a configuração da política social, agora cada vez mais dominada pela lógica das finanças. A provisão de um bem específico, a educação, tem papel de destaque nesse processo, especialmente no caso brasileiro.

Aqui, observa-se nos últimos anos um crescente aumento do acesso ao ensino superior privado possibilitado pelo endividamento, através, principalmente, do “Fundo de Financiamento Estudantil” (FIES), programa governamental criado ainda no governo FHC. Esse foi sucessor de um precursor que falhou em prover uma ampliação do acesso àqueles sem renda suficiente ou colateral. Não obstante, inicialmente de efeito limitado, essa nova política governamental ganhou folego renovado em 2010, no final do segundo governo Lula. O resultado foi uma expansão da presença do programa para as camadas mais pobres da população e um número maior de matrículas no geral.

O “Programa Universidade para Todos” (PROUNI) surgiu como instrumento de inclusão social no governo Lula, também tendo como função auxiliar as empresas de ensino superior privado a reduzirem o número de vagas ociosas. Como efeito complementar, esse também acabou incentivando a transformação jurídica de muitas instituições do sistema para a categoria de lucrativas, permitindo a ocorrência de novas práticas (“financeirizadas”) dentro dessas companhias. Isso ocorreria, como será visto, por mudanças referentes a possibilidade de isenção fiscal.

Acompanhado dessas transformações, outro fenômeno de implicações muito claras passou a ser observado. A partir de 2007, grandes empresas do sistema da educação superior abriram seu capital e lançaram ações na bolsa de valores. Essas novas “Sociedades Anônimas” sofreram uma rápida metamorfose, aderindo às práticas de um mercado tipicamente financeirizado. Fusões e aquisições agressivas se tornaram uma constante, em conjunto de uma série de outras mudanças

em suas governanças corporativas. O foco dessas corporações passou de uma simples expansão do lucro para a valorização acionária pautada, em grande medida, por movimentos e estratégias especulativas, colocando muitas vezes a atividade educacional propriamente dita em plano secundário.

Tendo em vista esse cenário, esse capítulo se propõe a analisar tais transformações recentes. Partindo de um exame da estrutura do FIES e seus impactos no *dia a dia* das famílias e na expansão do ensino superior privado, direcionar-se-á uma análise do PROUNI. Em seguida, será realizada uma rápida visualização dos grandes conglomerados educacionais, investigando sua expansão recente, a forma pela qual esses se beneficiaram de políticas públicas e ações governamentais e o fenômeno de financeirização do qual fazem parte.

O resultado, espera-se, será demonstrar a existência no sistema educacional de ensino superior privado de dois prismas apresentados nos capítulos anteriores como componentes do processo de financeirização: a financeirização da vida cotidiana e a gestação de um novo *ethos* corporativo.

III.1 - A Educação Superior nos Governos Lula e Dilma: Breve Panorama

III.1.1 - Antecedentes⁶⁵

A educação superior brasileira foi palco de muitas transformações nas últimas décadas, oscilando entre períodos de grande expansão e estagnação. Essas variações acompanhavam o ritmo de crescimento econômico, especialmente no sistema privado. Após grande incentivo à esfera particular ao longo do regime militar, materializado na Reforma Universitária de 1968, teve surgimento um sistema híbrido de ensino superior⁶⁶. Nesse, o ensino privado adquire um caráter *complementar* ao público e vai aos poucos ganhando hegemonia. Com maior dinamismo e voltado a atender a demanda do mercado, passa a se expandir em ritmo muito mais acelerado. Esse

⁶⁵ Os dados quantitativos utilizados nessa seção tiveram como fonte primária o Censo da Educação Superior, realizado pelo MEC/INEP.

⁶⁶ De acordo com Sampaio (2011), a Lei de Diretrizes e Bases de 1961 (logo, anterior ao regime militar), já legitimava o sistema dual de ensino superior. Essa reconhecia a organização do sistema em moldes não universitários e instituíva mecanismos burocráticos de controle na relação do ensino superior com o mercado, que pressionava fortemente por um número maior de vagas no sistema.

crescimento se expressa no aumento de mais de 800% no número de matrículas entre 1960 e 1980, em comparação com quase 500% na oferta total no mesmo período, levando a hegemonia do sistema privado no número de alunos. Apesar de expressivos, esses valores partem de uma base ainda reduzida, de apenas 200 mil alunos matriculados no ensino superior em 1960 para 1,4 milhões em 1980 (SAMPAIO, 2011).

No entanto, a crise econômica da década de 80 gerou estagnação do crescimento dessas instituições, observando-se forte instabilidade e queda no número de matrículas, com redução na participação relativa do número de alunos dentro do sistema de ensino superior. De forma correlata, houve a redução no número de concluintes do ensino médio, encolhendo o mercado dessas empresas educacionais (SAMPAIO, 2011).

A Constituição de 1988, apesar de instituir a educação em nível fundamental como direito público, foi responsável, em conjunto de outras medidas governamentais, por dar início a uma série de reformas que contribuiriam para a expansão das instituições privadas. Ao regimentar o princípio de autonomia para as universidades em seu artigo 207, permitiu maior liberdade das empresas educacionais e menor controle burocrático. Essas mudanças tornaram esse mercado mais flexível, garantindo possibilidades mais amplas para as empresas e menores riscos em seus investimentos (SAMPAIO, 2011). A “Constituição Cidadã” também foi responsável por institucionalizar, em seu artigo 213, a provisão de recursos públicos para instituições de ensino privadas⁶⁷ (CASTELLANO, 2016).

É no governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC) que essas mudanças ganham forma mais clara, com uma forte guinada no direcionamento da política educacional superior. A nova política de expansão da educação superior desse governo, iniciada em 1995, teve como objetivo fortalecer o viés privatista da oferta de ensino superior, buscando uma redução do gasto direto com esse tipo de provisão. A nova “Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional” (LDB), de 1996, promoveria formalmente a diferenciação institucional entre as empresas de educação privadas, com a criação da categoria de empresa educacional privada lucrativa. Surgiria, assim, uma nova divisão entre as instituições privadas: lucrativas e não lucrativas. Essas segundas passaram a ser

⁶⁷ O artigo 213 da Constituição é bem abrangente nesse sentido, apenas abrindo a possibilidade legal de transferência de recursos públicos para instituições de ensino comunitárias, confessionais ou filantrópicas.

classificadas como comunitárias, religiosas ou filantrópicas. Os efeitos de tais medidas foram profundos e persistem até os dias de hoje, acabando por representar a consolidação da mercantilização do ensino superior brasileiro ao instituir de forma legal a existência de empresas educacionais puramente mercantis (CARVALHO, 2005; 2017).

No mandato de FHC ocorreu uma clara priorização do sistema educacional privado em detrimento do público, que passou a enfrentar escassez de recursos. Houve uma tendência, em termos de gastos gerais com educação, a queda ou estagnação dos valores despendidos, com destaque, no caso do ensino superior, a diminuição de novos investimentos (CASTRO; CARDOSO JÚNIOR, 2005).

Com a criação do FIES⁶⁸, em 1999, foi instituído um incentivo direto às empresas educacionais, que passaram a aproveitar a situação econômica de maior estabilidade e crescimento econômico para se expandir. Esse novo programa veio suceder o antigo “Crédito Educativo” (CREDUC), criado ainda no regime militar e que tinha como objetivo complementar a política de incentivo à expansão do sistema de ensino superior privado e garantir a permanência dos alunos na educação superior privada. No entanto, como será visto, teve impacto pouco expressivo nesse momento inicial de sua criação.

O resultado de todas essas medidas, em termos quantitativos, foi um expressivo aumento no número de instituições privadas de ensino, com pico de 20% de crescimento em 2000 e expansão equivalente no número de matrículas. Em contraste, houve uma redução significativa no número de instituições públicas, diminuídas em 8% em 1999, ainda que o número de matrículas dessas tenha se mantido crescente. Assim, de acordo com os dados do Censo da Educação Superior, ao longo dos dois mandatos de FHC (1995-2002) se observou uma expansão total de 111% no número de instituições privadas, com aumento de 129% no número de matrículas, acompanhado de uma redução de 7% no número de instituições públicas e de aumento de 50% de matrículas nas mesmas. Em números absolutos isso significou o surgimento de 758 novas instituições privadas de ensino superior, com um total de 2,4 milhões de alunos, em contraste com as 195 instituições públicas e seus 1 milhão de alunos.

⁶⁸ Uma descrição profunda do programa será realizada nas próximas seções.

III.1.2 - O Ensino Superior nos Governos do PT (2003-2016)

O governo Lula foi palco de um movimento ambíguo, de continuidade e ruptura do modelo de educação superior (CARVALHO, 2011). Do lado do setor público, presenciou-se a retomada dos investimentos nas instancias federais, especialmente com um forte aumento do gasto em infraestrutura e a criação de novas universidades e instituições federais de ensino superior. O número de vagas ofertadas foi ampliado, passando a atingir novas camadas da população, antes excluídas do ensino superior público. Medidas de auxílio aos estudantes mais carentes foram colocadas em prática, em conjunto de uma nova, progressiva e mais inclusiva forma de acesso: o “Exame Nacional do Ensino Médio” (ENEM)⁶⁹.

Através do “Programa de Expansão Fase 1”⁷⁰, criado em 2003, e do “Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais” (REUNI), instituído em 2007 pelo decreto 6.096, as universidades federais passaram a contar com recursos extras para bancar sua ampliação, especialmente dos cursos noturnos, voltados a estudantes que dependiam de emprego próprio para seu sustento. Houve também, de forma praticamente inédita, maior preocupação com o auxílio estudantil, buscando-se mecanismos que permitissem uma redução da evasão escolar e, também, meios de ampliar a presença de estudantes dos estratos mais inferiores de renda. Esses permitiram um maior acesso de grupos historicamente marginalizados ao ensino superior, algo até então quase inexistente⁷¹.

Em uma tentativa de criar um panorama mais claro da qualidade dos cursos e instituições de ensino superior no Brasil, tanto públicas quanto privadas, em 2004 foi instituído o “Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior” (Sinaes), composto por três componentes principais: a avaliação das instituições, dos cursos e do desempenho dos estudantes. Esse sistema passou a aferir os aspectos em torno de ensino, pesquisa, extensão, responsabilidade social, desempenho dos alunos, gestão da instituição, corpo docente e das instalações.

⁶⁹ Apesar de ter sido criado ainda no governo FHC (1998), foi apenas no governo Lula que o ENEM passou a ganhar centralidade como forma de acesso tanto ao ensino superior público quanto no privado. Acabou por se tornar, também, critério de classificação para outros programas de auxílio do governo federal.

⁷⁰ Esse programa tinha como foco promover a interiorização da educação superior pública e seria somado ao posterior.

⁷¹ Eles, no entanto, não chegaram a se constituir efetivamente como uma política pública (CARVALHO, 2014).

Ao mesmo tempo em que fortalecia o sistema público, o governo Lula também buscou priorizar iniciativas capazes de ampliar e baratear a oferta privada de ensino superior, com foco especial nos alunos de mais baixa renda. Foi instituído, em 2005, através do projeto de lei nº 11.096, o “Programa Universidade para Todos” (PROUNI)⁷². Esse tinha como objetivo fornecer bolsas de estudo integrais e parciais em cursos de graduação de instituições privadas de ensino superior. O Programa beneficiou uma quantidade significativa de alunos, especialmente aqueles impossibilitados de terem acesso ao ensino superior gratuito por insuficiência de vagas nas instituições públicas.

Em 2007, através da lei nº 11.552, o governo federal reformou e ampliou o FIES. Essas mudanças tinham como objetivo permitir um maior acesso de estudantes às instituições de ensino superior privadas (IES privadas). Seu papel também era, em grande parte, complementar ao do PROUNI, por dar prioridade ao financiamento das mensalidades das bolsas parciais.

Em 2010, no entanto, o FIES passaria por uma nova reformulação, adotando agora uma postura substancialmente mais expansiva. Alterado, o programa se transformou de coadjuvante em um dos instrumentos mais importantes para a permanência no ensino superior, não só ampliando fortemente o número de beneficiados, mas também proporcionando condições muito mais proveitosas aos alunos e, correlatamente, às IES privadas.

Ao longo desses anos de governo (2003-2010), ocorreu uma expansão de 28% no número de instituições de ensino superior, públicas e privadas, em conjunto de uma expansão geral de 40% no número de alunos em cursos de graduação. As instituições privadas representaram 86% desse aumento no número de estabelecimentos e 79% da quantidade de alunos. Ou seja, seguindo a tendência observada desde o governo FHC, observou-se uma expansão significativa da oferta privada de ensino superior, que passou a contar nesse momento (2010) com 73% das matrículas em cursos de graduação. Não obstante, o sistema público presenciou uma expansão significativa de 29% no número de graduandos.

Assim, o governo Lula se valeu de uma estratégia que fortaleceu tanto o sistema de educação superior pública quanto o sistema de educação superior privada. Essa política, cujos

⁷² O funcionamento do programa será detalhado nas seções seguintes.

efeitos serão melhores analisados nas seções posteriores desse capítulo, teria continuidade no governo de sua sucessora.

No primeiro mandato da presidenta Dilma Rousseff (2011), observou-se a manutenção do PROUNI e do FIES como política de incentivo ao acesso no ensino superior privado. Também foi criado, em 2011, o programa “Ciências sem Fronteiras”, que tinha como objetivo aumentar o número de alunos com formação acadêmica no exterior e fomentar projetos de pesquisa em colaboração com instituições de outros países. As bolsas ofertadas cobriam custos de viagem e permanência no exterior, podendo ser pleiteadas por alunos de instituições públicas e privadas. Esses, no entanto, precisavam ser estudantes dos cursos prioritários participantes do programa, em sua maioria da área tecnológica. Nesse período houve a criação e ampliação do “Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego” (Pronatec), focado na oferta de ensino a nível técnico e, em menor parte, superior, oferecidos através das redes públicas de ensino e em algumas instituições privadas.

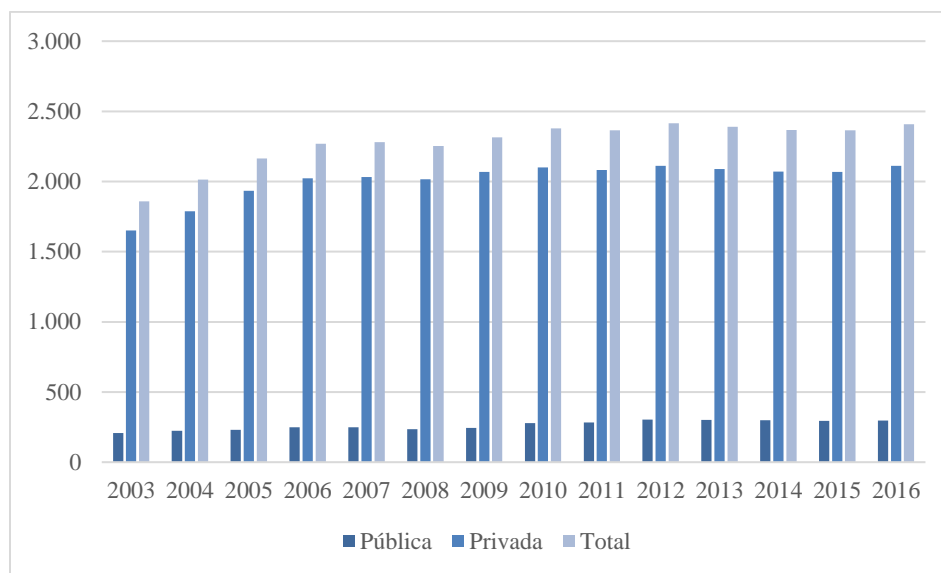
Não obstante, um dos fatores de maior destaque nesse governo foi uma nova reformulação do FIES. Em 2015, em meio à crise econômica, novas mudanças seriam impostas ao programa, tornando-o, novamente, mais restrito. Outros programas, como o recém-criado “Ciência sem Fronteiras”, também passariam por reformulações e cortes semelhantes.

Em termos numéricos, esses 13 anos dos governos Lula e Dilma (2003-2016) representaram uma forte expansão tanto da oferta pública quanto da privada de ensino superior. Como é possível visualizar nos gráficos VI e VII abaixo, após um aumento intenso no primeiro mandato do presidente Lula, houve uma desaceleração dessa expansão. Apesar desse avanço significativo do sistema público, em 2016 as instituições privadas continuariam a ter a maioria absoluta de alunos, com 71,5% de todas as matrículas em cursos de graduação presenciais.

Nesse período ocorreu um aumento de 29% no número geral de instituições de ensino superior e de 69% nas matrículas em cursos presenciais a nível de graduação. Em percentual, as instituições públicas cresceram 43% (de 207 para 296), mais do que o observado nas privadas, 28% (de 1652 para 2111). No entanto, como mencionado, essa última partia de uma base numérica muito maior, representando 84% na ampliação total das instituições. O crescimento no número de

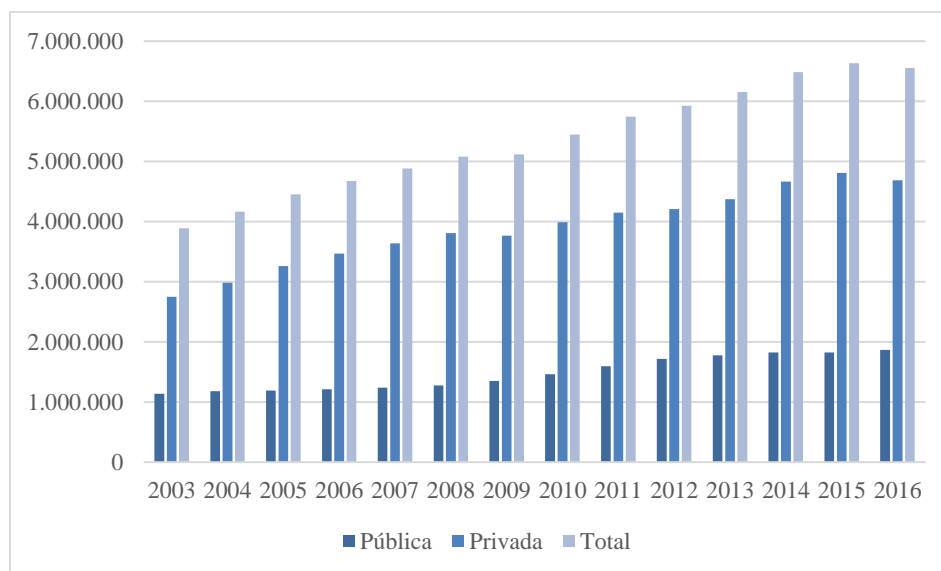
matrículas foi menos desigual, com a expansão privada representando 73% desse aumento total, auxiliada por uma expansão pública muito significativa de 64%.

Gráfico VI: Instituições de Educação Superior por Categoria Administrativa (2003-2016)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 2003-2016, MEC/INEP. Elaboração própria.

Gráfico VII: Matrículas em Cursos de Graduação Presenciais por Categoria Administrativa (2003-2016)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 2003-2016, MEC/INEP. Elaboração própria.

É importante destacar, no entanto, que esses números não incluem as matrículas em cursos de “Ensino a Distância” (EAD) e Sequenciais⁷³. Esses primeiros, de forma geral, apresentaram uma taxa de crescimento muito elevada nos últimos anos, especialmente no sistema privado, compondo, em 2016, quase um quarto (23%) das matrículas⁷⁴. Caso essas modalidades sejam levadas em conta, o sistema privado passa a ter 75% de todas as matrículas de graduação, EAD e sequenciais no ensino superior em 2016.

Em relação ao gasto geral com educação superior, o que se observou foi uma expansão significativa em termos reais. De acordo com dados do Tesouro Nacional (2016), entre os anos de 2003 e 2015 foi visualizada um aumento de 188% nos gastos, chegando ao patamar de R\$ 13,8 bilhões. Caso o FIES seja adicionado a essa estimativa⁷⁵, esse valor ultrapassa R\$ 28 bilhões, uma expansão de 484% em termos reais. O gráfico VIII abaixo ilustra esse crescimento. Para efeito de comparação, em 2002 os gastos com educação superior equivaliam a 10% de todos os gastos com educação e cultura do governo federal, valor que se amplia para 21% em 2015 (TESOURO NACIONAL, 2016).

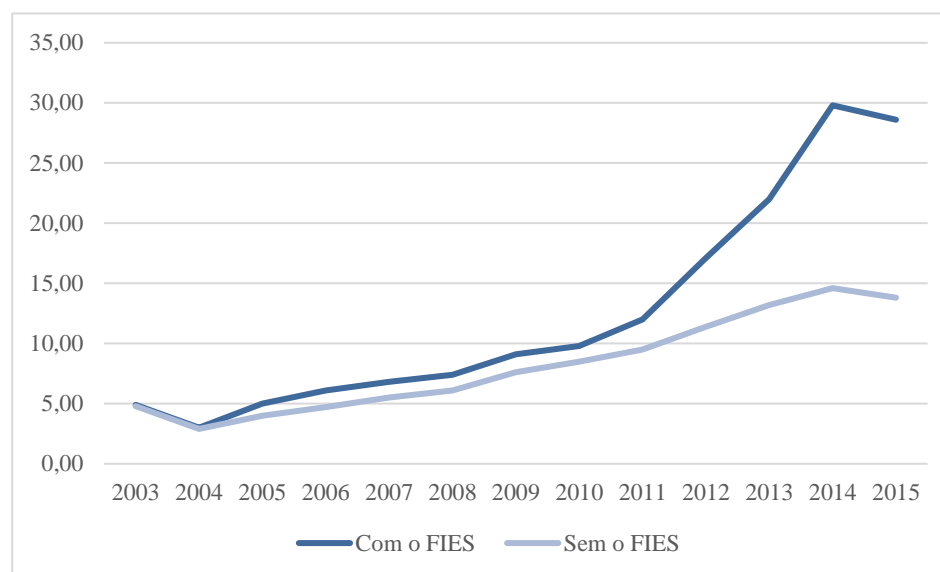
A análise mais minuciosa desses dados de crescimento dos gastos com educação superior revela um fenômeno interessante. Apesar da ocorrência do crescimento geral no governo Lula, esses se ampliaram em 100% com o FIES e 77% sem o programa. No governo Dilma, no entanto, essa disparidade se alarga de forma muito significativa, passando, respectivamente, a 138% e 45%, apontando, como será visto a seguir, a prioridade dada por esse governo ao Fundo de Financiamento Estudantil.

⁷³ Cursos sequenciais são cursos de nível superior que não possuem caráter de graduação. Tem como foco a formação específica em algum “campo de saber” ao invés de uma “área de conhecimento”, sendo mais flexíveis e com menor duração. Com baixa adesão, tiveram retração nos últimos anos e hoje se encontram praticamente instintos. Para mais detalhes ver <http://www.inf.ufrgs.br/mec/ceeinf.sequencial.html> (acesso em março de 2018).

⁷⁴ Também não foram analisados os cursos de pós-graduação. Não obstante, é possível afirmar que a quantidade de alunos nessa modalidade é muito inferior à dos alunos de graduação.

⁷⁵ Como será visto na próxima seção, o cálculo do custo desse programa é complexo, existindo controvérsias sobre seu real valor.

Gráfico VIII: Gasto Federal com Educação Superior com e sem o FIES (em bilhões de reais e a preços de dezembro de 2015, IGP-DI)



Fonte: Adaptado de Tesouro Nacional (2016, p. 21), com dados do SIAFI/SIDOR e FGV.

III.2 - Os Alunos e a Financeirização da Vida Cotidiana

A preocupação com o fornecimento de crédito estudantil é uma característica marcante de muitos países centrais, especialmente daqueles que contam com o predomínio de instituições de ensino superior privadas. Por conta do alto valor das mensalidades, o acesso ao ensino superior passa a estar atrelado ao uso de crédito de médio e longo prazo. No entanto, falhas de mercado⁷⁶ tornam o crédito estudantil de difícil acesso, tanto por sua escassez, quanto pelas altas taxas de juros. A ação do governo nesse mercado é, então, justificada (BARR, 2001) de forma mais amplamente aceita, refletindo-se em subsídios variados e programas públicos de financiamento estudantil⁷⁷.

⁷⁶ A falha de mercado mais significativa aqui exposta é caracterizada pela incerteza de que o aluno irá completar o curso ou de que obterá remuneração compatível com seu grau de formação. Esse fator aumenta o risco de não pagamento da dívida de longo prazo contratada, sendo de difícil mensuração, elevando o custo e reduzindo a disponibilidade de crédito.

⁷⁷ Para uma rápida listagem de diversos tipos de programas de financiamento estudantil em âmbito internacional, ver Nascimento (2015).

O resultado, em sua maior parte, é a existência de muitos jovens adultos que já começam sua vida produtiva altamente endividados. Nesse sentido, é possível vê-los como dependentes do mercado financeiro. Esse se torna não apenas um mecanismo fundamental para a obtenção de um maior grau educacional, mas também um elemento chave na vida dessa camada da população. É, assim, uma faceta da financeirização do *dia a dia*, tal qual apontada nos capítulos anteriores, pela importância que o sistema financeiro adquire na vida de uma faixa considerável dos cidadãos. Especialmente no caso dos EUA, essa natureza de endividamento é também fator que afeta de forma significativa a própria dinâmica econômica (FULLWILER *ET AL*, 2018).

No caso do Brasil, apesar de esforços dos sucessivos governos, o mercado de crédito estudantil foi historicamente incipiente. Diversos elementos contribuíram para esse cenário, como o modelo dual de educação público/privado e a relativamente baixa renda da população, em especial de parte do segmento mais presente no ensino privado⁷⁸. Esses dois fatores eram prejudiciais ao mercado de crédito por gerarem um público alvo enxuto e com um baixo *rating* creditício.

Com o lançamento do CREDUC, no período militar, houve uma tentativa inicial de fomentar essa modalidade de crédito através do financiamento público. Criado em 1975, esse tipo inédito de crédito ofertava empréstimos a taxa de juros de 6% a.a. mais correção da Taxa Referencial (TR), com período de carência de um ano e período de amortização de uma vez e meia o tempo de duração do curso financiado, com o prazo se iniciando apenas após o fim da carência. Inicialmente os empréstimos eram oferecidos por bancos privados participantes do programa, além do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal. No entanto, seu alto índice de inadimplência, que chegou a 84%, levou a Caixa a se tornar a única ofertante e a criação de acordos de renegociação para o pagamento das dívidas. O financiamento desse programa se dava através de verbas do Ministério da Educação e de parte das receitas das caixas lotéricas (GAMA, 2010 *apud* CASTELLANO, 2016).

⁷⁸ Outro ponto fundamental é o próprio baixo desenvolvimento do mercado de crédito em geral e, mais recentemente, as altas taxas de juros.

Seu fracasso ao longo dos vários anos em que esteve em funcionamento veio mostrar a necessidade de uma iniciativa mais robusta, ao mesmo tempo efetiva e sustentável. Essa viria em 1999, com a criação do FIES.

III.2.1 - O Novo Crédito Estudantil

Resultado de uma política governamental mais ampla, que tinha como objetivo fortalecer o sistema de educação privada⁷⁹, o FIES foi lançado em 1999, através da Medida Provisória nº 1.827, no mandato de Fernando Henrique Cardoso e transformado na Lei 10.260 apenas em 2001. Seu funcionamento se diferenciava do CREDUC ao colocar sob responsabilidade do governo a oferta de crédito, através de gestão exclusiva da Caixa Econômica Federal, e com uma maior preocupação com sua viabilidade financeira. Levando essa questão em consideração, a taxa de juros definida foi de 9% a.a. (e, portanto, 33% superior à do programa anterior), o valor financiado foi limitado a 70% dos encargos educacionais e um fiador passou a ser exigido. Também era necessário pagar 50 reais a cada três meses para abatimento dos juros do financiamento (CARVALHO, 2011).

Diferentemente do CREDUC, as IES particulares não recebem mais de forma antecipada os recursos referentes às mensalidades escolares. Agora esses valores são repassados através de *títulos da dívida pública* (Certificados Financeiros do Tesouro série “E”, CFT-E) emitidos em favor do programa, que podem ser utilizados para o abatimento de dívidas com o Tesouro Nacional (contribuições previdenciárias e impostos federais). No entanto, esses também são passíveis de conversão em caixa por meio de leilões de títulos do Tesouro Nacional, caso a empresa entenda essa opção como a mais benéfica.

Esses títulos são emitidos na modalidade nominativa (com indicação do beneficiário) e mensalmente atualizados através do “Índice Geral de Preços – Mercado” (IGP-M) do mês anterior. Seu resgate pode ocorrer em parcela única, através da compensação dos tributos devidos, ou de forma antecipada, com a recompra do governo federal. Essas operações seguem um calendário pré-definido, podendo haver compensação dos valores dos títulos com tributos devidos pelas

⁷⁹ Predominava no governo FHC uma visão de que o ensino superior público e gratuito era gerador de desigualdades, por ser utilizado, de forma predominante, pela camada mais rica da população, ainda que fosse financiado pela sociedade como um todo, através de impostos diretos e indiretos. Essa é uma perspectiva amplamente presente até os dias de hoje. Ver, por exemplo, Banco Mundial (2017).

instituições de ensino superior. Nesse primeiro momento a Caixa Econômica Federal era tanto agente operador quanto financeiro do Fundo (FILHO; CHAVES, 2017).

Apesar das intenções do governo, a oferta de empréstimos acabou sendo muito limitada, oscilando ao longo dos anos restantes do mandato do governo FHC. Apenas 4% das matrículas privadas foram contempladas no primeiro ano do programa, número que se reduziria ainda mais nos períodos seguintes, até o último ano do mandato do presidente. Apesar dessa queda, a introdução do FIES significou uma recuperação nos valores despendidos com crédito educativo, que passaram a representar quase 10% do total das despesas do MEC com ensino superior (CARVALHO, 2011).

Com o governo Lula o programa seria mantido, passando, no entanto, por algumas transformações em 2007, ainda que conservando seus moldes originais. As taxas de juros foram reduzidas, indo para o patamar de 6,5% a.a., os cursos superiores de tecnologia, licenciaturas em física, química, matemática e biologia, cursos de medicina, engenharia e geologia se tornaram prioritários na seleção para obtenção do benefício e passou a ser possível financiar até 100% da mensalidade. Em 2008 foram instituídas mudanças que permitiram o financiamento dos bolsistas parciais do PROUNI.

Após alcançar um número significativo de novos contratos em 2005, facilitado por sua relação de complementaridade com o PROUNI e a nova determinação de que os bolsistas parciais desse programa ocupassem a maior prioridade possível na obtenção de crédito, a quantidade de novos contratos voltaria a cair. A reversão desse movimento dependeria de uma atuação mais agressiva por parte do governo.

III.2.2 - Financiamento para (quase) Todos

É apenas em 2010, no final do segundo governo Lula, que o FIES passa a ter maior relevância, tornando-se um mecanismo central e mais robusto de auxílio a permanência ao ensino superior privado, permitindo a entrada de estudantes antes impossibilitados de acessar instituições privadas de ensino superior, por conta, em sua maior parte, de insuficiência de renda. O programa agora deixa de ser gerido integralmente pela Caixa Econômica Federal e é co-administrado pelo “Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação” (FNDE), com participação do Banco do

Brasil⁸⁰. Suas taxas de juros são reduzidas de forma muito significativa, para 3,4% a.a.⁸¹ (portanto negativas em termos reais) e a solicitação de financiamento passa a ser possível em qualquer momento do ano (FILHO; CHAVES, 2017).

O período de amortização da dívida também sofre alteração, tornando-se três vezes o tempo de duração do curso mais 12 meses, com carência de 18 meses. A prioridade deixa de ser apenas estudantes de mais baixa renda, abrangendo estudantes com renda per capita de até 20 salários mínimos. A regra de pagamento de 50 reais trimestrais como juros do financiamento permanece inalterada.

Visando favorecer os estudantes de menor renda, os beneficiários do FIES matriculados em cursos de licenciatura, com renda familiar mensal de até 1,5 salários mínimos e bolsistas parciais do PROUNI passam a ter direito a acesso ao “Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo” (FGEDUC) como alternativa à fiança. Esse Fundo garantia 80% do risco relativo ao não pagamento, sendo 13% restantes cobertos com recursos do governo federal e apenas 7% por parte das mantenedoras (FILHO; CHAVES, 2017).

A nova configuração do programa logrou forte efeito expansivo, contribuindo para o aumento no montante de alunos beneficiados. Como é possível visualizar no gráfico IX abaixo, o resultado foi uma aceleração no número de novos contratos em 2010, da qual se seguiu um rápido crescimento, culminando em um recorde de 733 mil novos contratos em 2014. No entanto, é importante destacar que nem todos esses contratos foram direcionados para novos alunos. Parte deles foi utilizado por estudantes já previamente matriculados e que se aproveitaram das novas condições do crédito para facilitarem suas permanências nos cursos (MINISTÉRIO DA FAZENDA *ET AL*, 2017).

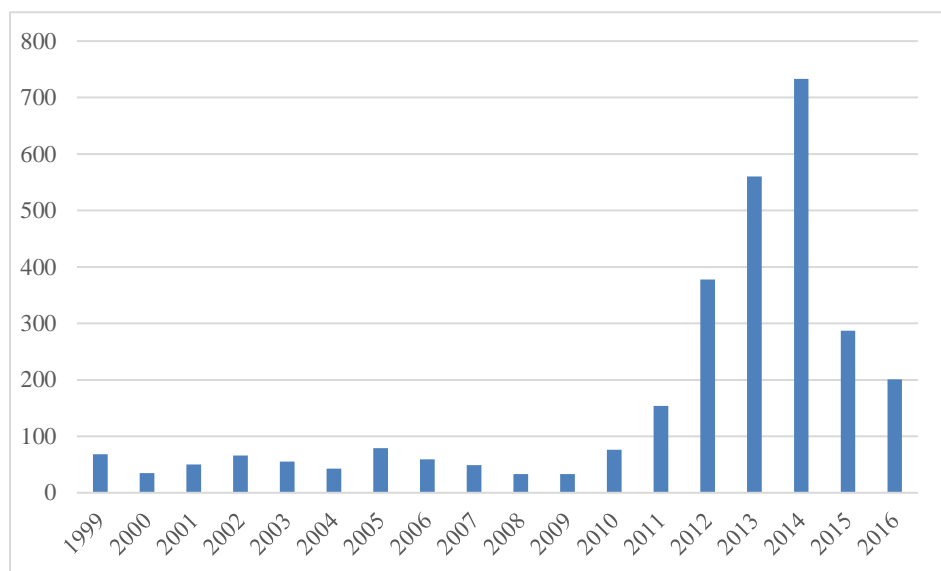
Esse aumento no número de contratos fez crescer rapidamente o percentual de alunos matriculados em instituições privadas que contavam com o benefício. O gráfico X, abaixo, demonstra essa rápida e constante elevação. Partindo de apenas 5% das matrículas compostas por

⁸⁰ Essa situação perduraria até 2013, quando o FNDE passaria a assumir o papel de agente operador de todos os contratos firmados no âmbito do FIES.

⁸¹ Essa nova taxa passou a valer também para o saldo devedor dos contratos antigos.

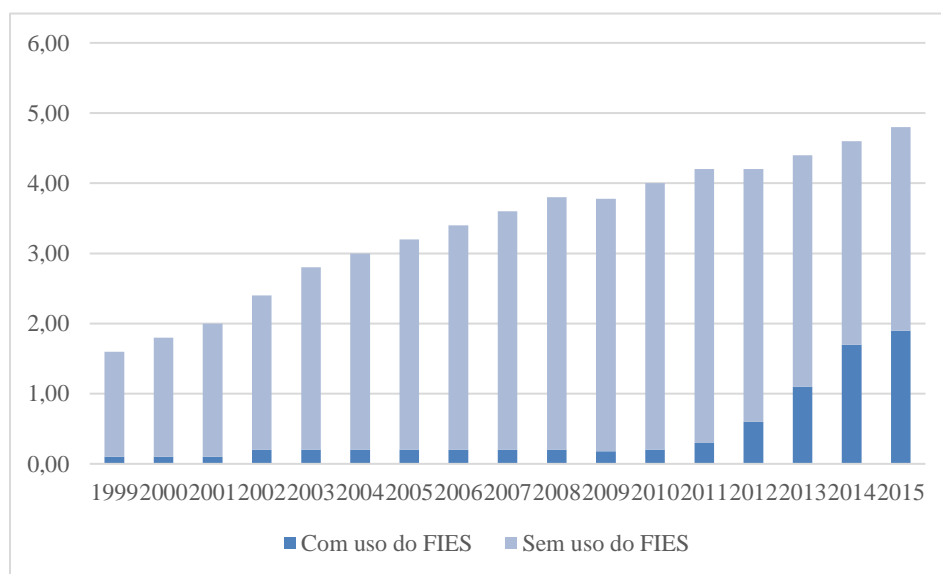
beneficiados pelo programa em 2010, esse número saltou para 40% em 2015. Tal elevação de quase 850% significou um total de quase 2 milhões de alunos beneficiados nesse último ano.

Gráfico IX: Novos Contratos do FIES (em milhares) (1999-2016)



Fonte: Adaptado de Ministério da Fazenda *et al* (2017, p. 5), com dados do FNDE/MEC.

Gráfico X: Número de Matrículas em Instituições Privadas com e sem Uso do FIES (em milhões) (1999-2015)



Fonte: Adaptado de Ministério da Fazenda *et al* (2017, p. 4), com dados do INEP, SisFies e Caixa.

Obs: Foram considerados os contratos em utilização entre 2010 e 2015 e calculados para os outros anos, retirando dos ativos o percentual de cancelamentos/conclusão observado nos últimos anos.

Já no final de 2014 e ao longo de 2015, com o ajuste fiscal implementado pelo governo Dilma, o FIES passaria por uma nova reforma, visando agora reduzir os gastos do governo federal com o programa. As taxas de juros voltaram ao patamar anterior, de 6,5% a.a., e os critérios de seleção se tornaram mais rigorosos, devendo o aluno beneficiado ter uma nota mínima no ENEM⁸² e não possuir renda familiar mensal *per capita* maior que 2,5 salários mínimos. Esse último critério tornou o programa mais restrito, focalizando sua ação apenas nos estudantes de mais baixa renda⁸³. O valor referente ao pagamento trimestral dos juros também foi elevado, passando a ser de 150 reais.

Outro novo fator inédito foi a criação de um beneficiamento pautado, de modo formal, na qualidade de ensino ofertado. Aquelas instituições com cursos de graduação com conceito 4 ou 5 no Sinaes passaram a ter prioridade na obtenção de financiamentos. Em adição a essas novidades, houve a priorização de cursos considerados estratégicos pelo MEC: engenharias, licenciaturas, pedagogia e área da saúde. O governo também buscou incentivar o aumento de bolsas em regiões fora do Sudeste.

O quadro II abaixo sintetiza as mudanças pelas quais o FIES passou ao longo de sua criação até 2017, não cobrindo sua última modificação, no final desse último ano⁸⁴.

⁸² Essa nota foi definida como 450 pontos (próxima a média do exame) e nota da redação diferente de zero.

⁸³ Apesar disso, de acordo com Castellano (2016), entre 2010 e o primeiro semestre de 2015, 92% dos contratos foram realizados por alunos com até 2,5 s.m., não tendo essa limitação por renda, portanto, impactado de forma tão significativa a faixa de público do programa.

⁸⁴ Essas mudanças, colocadas em curso pelo governo Michel Temer, foram profundas e tinham como objetivo reduzir ainda mais o custo do programa para os cofres públicos. No entanto, por serem muito recentes e de efeitos ainda dúbios, não serão analisadas nesse trabalho.

Quadro II: Evolução do FIES (1999-2016)

	1999 a 2006	2007 a 2009	2010 a 2014	2015 a 2017
Taxa de Juros	9% a.a.	6,5% a.a. (3,5% a.a. para prioridades)	3,4% a.a.	6,5% a.a.
Carência	6 meses	6 meses	18 meses	18 meses
Valor Máximo Financiado do Curso	70%	100%	100%	100%
Tempo de Quitação	2x o tempo o período financiado	2x o tempo o período financiado, acrescido de 12 meses	3x o tempo de duração do curso, acrescido de 12 meses	3x o tempo de duração do curso
Valor Referente aos Juros do Empréstimo	R\$ 50,00	R\$ 50,00	R\$ 50,00	R\$ 150,00
Critérios de Seleção	*	Não eram excludentes, mas classificatórios, com prioridade para estudantes de menor renda	Renda bruta familiar de até 20 s.m.	Nota mínima no ENEM e renda familiar mensal bruta per capita de até 2,5 s.m.
Prioridades	*	Cursos superiores de tecnologia, licenciaturas em física, química, matemática e biologia, cursos de medicina, engenharia e geologia	-	IES com conceito 5 e 4 no SINAES; Regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste; e Cursos de Engenharias, licenciaturas, pedagogia e área da saúde
Quantidade de Novos Contratos	455 mil	155 mil	1,9 milhões	488 mil**

Fonte: Elaboração própria com base em Queiroz (2015), Castellano (2016), Ministério da Fazenda *et al* (2017), Ministério da Fazenda (2017) e <http://sisfiesportal.mec.gov.br/> (acesso em março de 2018).

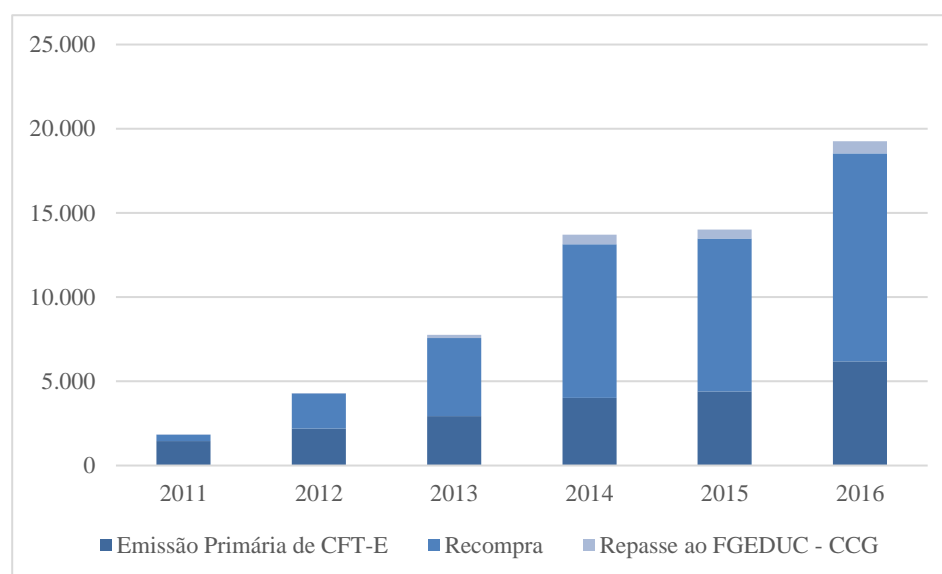
* Não foram encontradas informações

** Até 2016

III.2.3 - Custo Real do FIES

O custo total do programa é um tema complexo, por conta de sua extensa operacionalidade⁸⁵, o que dificulta o cálculo do custo real que esse representa aos cofres públicos (MINISTÉRIO DA FAZENDA *ET AL*, 2017). Como é possível visualizar no gráfico XI abaixo, levando em conta apenas os custos das emissões primária dos títulos CFT-E, da recompra dos títulos remanescentes pelas IES privadas e do repasse à “Comissão de Concessão de Garantia” (CCG)⁸⁶ do fundo FGEDUC, a despesa financeira do FIES cresceu mais de 950% desde 2011 (início do seu maior período de expansão), chegando ao patamar de R\$ 19.263.000.000 em 2016, sendo 64% desse valor originado da recompra de títulos.

Gráfico XI: Despesa Financeira Anual do FIES por Origem (em milhões de reais) (2011-2016)



Fonte: Adaptado de Ministério da Fazenda *et al* (2017, p. 8), com dados do MF/STN e SEAE.

Obs I: A metodologia utilizada por Ministério da Fazenda *et al* (2017) difere de modo substantivo da utilizada por Tesouro Nacional (2016), apresentada na primeira seção desse capítulo.

Obs II: Ministério da Fazenda *et al* (2017) não informa se os valores apresentados foram deflacionados.

No entanto, como argumentado por Ministério da Fazenda *et al* (2017), esses valores ainda não representam o real custo do programa. Para encontra-lo, é necessário também levar em conta

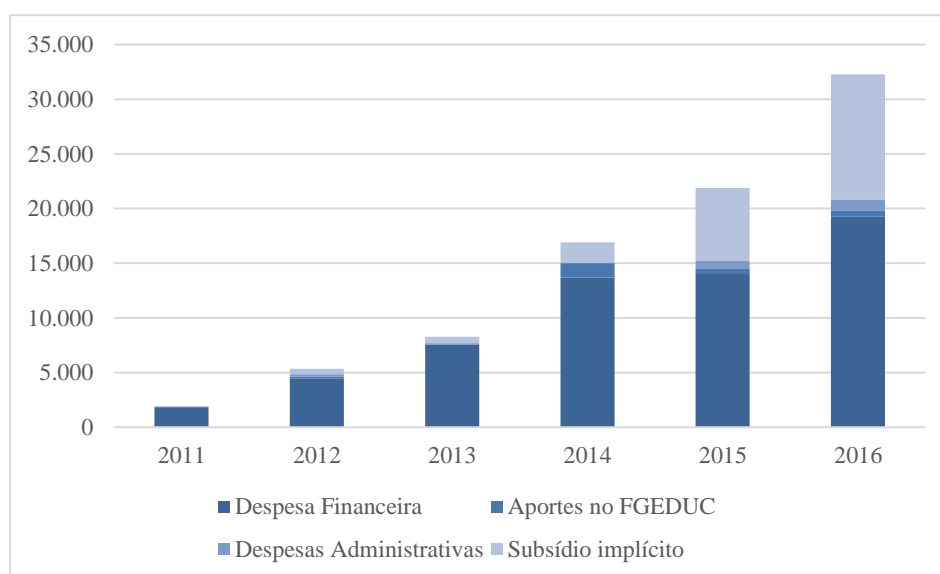
⁸⁵ Para detalhes de seu funcionamento interno, ver Ministério da Fazenda *et al* (2017).

⁸⁶ O FNDE retém à CCG 5,6%, ou 6,2% dos 90% do valor do financiamento estudantil devido às IES privadas (MINISTÉRIO DA FAZENDA *ET AL*, 2017).

os aportes realizados no FGEDUC, as despesas administrativas de custeio e administração e o subsídio implícito. Esse último item representa o impacto nas contas públicas que advém da diferença entre a taxa de juros que remunera os títulos do Tesouro Nacional (custo de oportunidade) e a da taxa de juros efetivamente cobrada dos estudantes.

Como demonstra o gráfico XII abaixo, em conjunto, esses novos elementos expandem em mais de 67% os gastos com o programa, chegando a um patamar superior ao de R\$ 32.261.000.000 em 2016. O subsídio implícito é responsável por 88% desse aumento e 35% do custo total. Para se ter uma ideia da dimensão desse valor, em 2016 o total pago pelo programa Bolsa Família foi de 28,6 bilhões de reais, inferior aos 32,3 bilhões de reais despendidos com o FIES (MINISTÉRIO DA FAZENDA *ET AL*, 2017).

Gráfico XII: Custo Anual do FIES por Origem (em milhões de reais) (2011-2016)



Fonte: Adaptado de Ministério da Fazenda *et al* (2017, p. 9), com dados do MF/STN e SEAE.

Obs: Idem observação II no gráfico anterior.

Além disso, existem evidências (DUARTE; MELLO, 2015) de que a oferta do FIES acaba por contribuir para uma elevação das mensalidades de cursos de graduação. Isso ocorre porque, sabendo da menor inelasticidade da demanda causada pelo barateamento do crédito, especialmente em cursos mais concorridos, as instituições de ensino elevam o valor das mensalidades cobradas. Esse fato não só acaba por prejudicar os alunos, com uma redução da capacidade do Fundo em

servir de auxílio para a redução do peso relativo do pagamento das mensalidades, mas também implica em um aumento dos gastos do governo, já que esse se vê obrigado a subsidiar um valor mais elevado de crédito.

III.2.4 – A (ainda) Tímida Ascensão do Crédito Educativo Privado

Ao longo desse período também houve o surgimento de programas privados de crédito educativo. Entre eles, o de maior destaque foi o PraValer, gerido pela *Ideal Invest*. Esse já beneficiava 50 mil alunos em 2015, com mais de 1 bilhão de reais financiados. É, no entanto, bem menos acessível do que o programa do governo federal. A renda mínima necessária para acesso ao serviço é de 2,5 vezes o valor da mensalidade do curso, podendo ser composta pela renda do fiador (que precisa ser superior a um salário mínimo) mais a do beneficiário.

As condições do empréstimo também são muito diferentes daquelas do FIES. Os alunos precisam pagar mensalmente metade do valor da mensalidade mais encargos financeiros, o que incluem os juros, que podem chegar a 26,28% a.a., muito superiores aos do Fundo. Também não há período de carência e a dívida deve ser quitada em no máximo o dobro do tempo de duração do curso a ser pago. Parte da captação dos recursos utilizados para os empréstimos ocorre através de um fundo que conta com a participação do Banco Mundial (CASTELLANO; BRIDI, 2017).

No entanto, as próprias empresas educacionais já passam a ofertar opções de crédito estudantil, ou através de parcerias com grandes bancos. Um exemplo é o “Parcelamento Especial Privado” (PEP), um programa de crédito próprio desenvolvido pela Kroton, a maior corporação educacional do país. Na modalidade mais básica desse programa (PEP10), o aluno contratante do crédito paga 10% da mensalidade e financia os 90% restantes sem juros adicionais. Nas modalidades PEP30 e PEP50 o mesmo ocorre, porém com o pagamento, respectivamente, de 30% e 50%, também sem juros (CASTELLANO; BRIDI, 2017).

III.2.5 - Financiando a Carreira

Os dados apresentados da evolução do FIES tornam possível inferir que uma quantidade considerável de alunos foi beneficiada por alguma forma de financiamento estudantil, deixando

claro que, para essa parcela da população, o acesso ao crédito se tornou um dos elementos mais importantes para sua ascensão social⁸⁷: a obtenção de um diploma de ensino superior.

Em 2014, no auge do programa, o endividamento médio dos beneficiários se situava em torno de 40 mil reais. Isso pode ser apontado como um fator preocupante, por conta do caráter cíclico que ele adquire. Com a redução do número de vagas de trabalho, ocasionada pelo arrefecimento econômico, a tendência é que esses jovens estudantes não se vejam capazes de honrar suas dívidas, ficando em uma posição fragilizada ainda no início de sua vida produtiva (CASTELLANO, 2016).

Considerando que com as mudanças realizadas em 2010 o prazo de quitação do financiamento foi ampliado para três vezes o período financiado, acrescido de 12 meses, em um curso de duração de 4 anos, após a carência, o aluno levará 13 anos para amortizar a sua dívida. Isso significa que sua vida ficará mais de uma *década* sob uma lógica pautada na quitação de uma dívida financeira.

Esse fenômeno leva ao surgimento, no caso brasileiro, da “*subjetivação contábil e financeira*”⁸⁸ em meio aos estudantes de escolas de ensino superior privadas. Nessa, os alunos internalizam - agora de forma generalizada - a ideia de investidores de si mesmos, com um discurso de autoadministração e tomada de risco. O financiamento é encarado como uma aposta em um futuro melhor, que, caso não se realize, tanto por fatores internos quanto externos aos alunos, pode coloca-los em posição de ainda maior fragilidade social. Em outras palavras, uma parcela de suas vidas é *financeirizada*, em um movimento possibilitado e incentivado pelo próprio governo, por meio de um forte dispêndio público.

Os dados disponíveis parecem comprovar essa preocupação. De acordo com Ministério da Fazenda (2017), na metade de 2017, 46,41% dos contratos do FIES em amortização⁸⁹ se encontravam inadimplentes. Desses, basicamente metade se situavam na classificação de risco

⁸⁷ Dados da PNAD Contínua indicam que, em 2016, trabalhadores com ensino superior completo tinham rendimento médio mensal quase *três vezes maior* do que aqueles somente com o ensino médio completo. (<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/18377-desigualdade-de-renda-atinge-regioes-generos-cores-e-escolaridades.html>, acesso em abril de 2018)

⁸⁸ Tal como apontada no capítulo I.

⁸⁹ Por dificuldade na obtenção de dados, esse número se refere apenas aos contratos firmados a partir de 2010, o que indica que o número real pode ser ainda mais elevado.

mais elevada, com mais de 180 dias de atraso, que implica em crescimento acelerado da dívida. Considerando o endividamento médio dos beneficiados, é possível inferir que uma quantidade considerável de alunos vê sua vida comprometida de forma significativa com esses débitos.

Outro fator importante que deve ser levado em consideração é a empregabilidade que esse endividamento realmente trará aos alunos. De acordo com dados da CGU (2017), sintetizados no quadro III abaixo, no período de 2010 e 2016, entre os dez cursos mais financiados, apenas um se situava na área das ciências exatas (e, usualmente, com salários mais elevados), o de engenharia civil, representando 12% dos contratos nessa seleção. Desses, os cursos de direito e administração aparecem como primeiro e segundo, respectivamente, mais acessados, o que representa uma significativa parcela de 38% do total destacado. Ou seja, cursos aparentemente com retorno incerto tanto em termos financeiros para os alunos, quanto para a sociedade em desenvolvimento produtivo.

Quadro III: Financiamentos pelo FIES por Curso (10 Primeiros) (2010-2016)

Posição	Curso	Número Total de Contratos (2010-2016)
1	Direito	366.741
2	Administração	183.127
3	Engenharia Civil	179.001
4	Enfermagem	171.298
5	Psicologia	116.259
6	Pedagogia	98.270
7	Fisioterapia	92.304
8	Educação Física	91.207
9	Ciências Contábeis	90.495
10	Arquitetura e Urbanismo	69.161

Fonte: CGU (2017, p. 32), com dados do MEC.

É importante destacar que o FIES possui restrições em relação ao valor do curso financiado e o comprometimento da renda familiar mensal bruta per capita do tomador do empréstimo. Aqueles que possuem até meio salário mínimo só podem comprometer no máximo 15% da sua renda *per capita*. No caso da renda familiar mensal bruta *per capita* ficar entre 2 e 2,5 s.m., esse comprometimento só pode alcançar até 38% da renda da família (CASTELLANO, 2016).

Ao mesmo tempo em que esses limites protegem as famílias mais pobres do endividamento excessivo, por outro lado acabam reproduzindo as desigualdades de renda já preexistentes. Isso ocorre porque os mais pobres não serão capazes de ter acesso aos cursos mais concorridos (e normalmente com remunerações futuras mais elevadas), nem a faculdades de maior qualidade e mais bem vistas no mercado de trabalho, com mensalidades mais elevadas⁹⁰ (CASTELLANO, 2016). Apesar do PROUNI, como será analisado mais adiante, matizar esse efeito, ele ainda não é capaz de resolver a iniquidade gerada por um acesso em bases privadas, especialmente por conta do número de benefícios concedidos ser consideravelmente inferior ao do FIES.

Assim, é possível afirmar que, no período analisado, a ampliação do acesso e da permanência aos cursos superiores, especialmente por parte da camada mais pobre da população, se deu em grande medida através do endividamento. Esse ocorreu sob bases frágeis e incertas, comprometendo de forma significativa, no presente e no futuro, a vida dessa população já em posição fragilizada. A financeirização desse setor, no entanto, não se restringiu aos alunos, mas afetou de forma ainda mais profunda as empresas atuantes no ensino superior, como será visto em seguida.

III.3 - A Financeirização das Empresas Brasileiras de Ensino Superior

As empresas de ensino superior brasileiras passaram por grandes transformações nas últimas décadas, com destaque para a forte expansão iniciada no governo FHC e a grande metamorfose incentivada pelos subsídios do primeiro governo Lula, com o PROUNI e, posteriormente, a já analisada reformulação do FIES.

⁹⁰ O que não exclui os efeitos negativos que um maior endividamento, especialmente dos mais pobres, terão sobre a vida das famílias, como exposto no eixo desse capítulo em relação ao fenômeno da financeirização do *dia a dia*. Esse fato apenas ajuda a apontar as dificuldades que um aumento da inclusão pautado no acesso ao ensino superior pago geram no que concerne a redução das desigualdades sociais.

Não obstante, historicamente é possível apontar uma preocupação latente dos governos com o desenvolvimento e as crises existentes no sistema de educação superior privada. Como destaca Almeida (2012), a opção histórica pela não cobrança de diversos impostos das instituições de ensino superior consideradas sem fins lucrativos representou um longo financiamento indireto desse setor⁹¹. Para esse autor, apesar do conhecimento dos governos que muitas dessas instituições seriam, na realidade, lucrativas, não eram buscadas medidas capazes de alterar essa situação⁹². Assim, em última instância isso implicava em uma prática de governo que visava fomentar indiretamente esse setor. A própria política de desconto no imposto de renda da pessoa física dos gastos com educação representa, ainda que do lado da demanda, um subsídio considerável a todo sistema educacional privado⁹³.

FHC daria continuidade a essas práticas, agora com um incentivo indireto adicional da redução do investimento no sistema público de ensino superior, que, por conta de sua maior precariedade, tornava-se menos atraente aos alunos e com maior dificuldade de permanência. Partindo de uma visão que priorizava as instituições privadas, esse governo buscou facilitar a ampliação dessas através da maior autonomia e do surgimento da possibilidade de auferirem lucro⁹⁴. Ao realizar as reformas brevemente apontadas na seção III.1.1, acabou por favorecer um crescimento acelerado, e em certa medida exagerado, dessas empresas.

III.3.1 - Estímulo e Transformação

É em 2005, no entanto, com o governo Lula, que as instituições privadas se tornariam diretamente grandes beneficiadas pelo sistema público, através do lançamento do PROUNI. Esse programa, focado na distribuição de bolsas parciais e integrais de estudo em instituições privadas, visava possibilitar o acesso de alunos de camadas sociais mais baixas, tendo como público-alvo

⁹¹ De acordo com Cunha (2001, *apud* ALMEIDA, 2012), as isenções de impostos sobre renda, patrimônio e serviços para essas instituições de ensino surgiram na Constituição de 1934, ainda no governo Vargas. Isso teria contribuído de forma significativa para a acumulação de capital dessas empresas.

⁹² Há, no entanto, controvérsia. Ver Almeida (2012, p. 44-46).

⁹³ As deduções do imposto de renda com instrução (incluindo ensino superior) foram criadas em 1960 e existem até hoje, tendo passado por diversos momentos de suspensão e alteração dos valores máximos. Atualmente as despesas com instrução do próprio declarante e de seus dependentes é restrita até o limite individual anual de R\$ 3.561,50 (<http://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/institucional/memoria/imposto-de-renda/legislacao/>, acesso em março de 2018).

⁹⁴ É importante salientar que todas as IES usualmente auferem lucro, mas que no caso das tidas como “não lucrativas” esse é totalmente reinvestido na própria atividade fim.

estudantes carentes, portadores de deficiência e autodeclarados negros e indígenas⁹⁵. Também havia como priorização a formação de professores para a rede pública de educação básica.

De acordo com suas regras, bolsas integrais eram fornecidas a estudantes com renda per capita de até 1,5 s.m., enquanto que os com renda entre 1,5 e 3 s.m. contavam com bolsas parciais, que podiam variar entre 25% e 50%. Os alunos participantes precisavam comprovar terem cursado o ensino médio em sua totalidade em escola pública ou privada com bolsa integral. A participação no ENEM era obrigatória, sendo a nota obtida nesse utilizada como critério de classificação para obtenção das bolsas.

Esse programa, no entanto, não tinha como objetivo auxiliar apenas uma parcela da população antes excluída do acesso ao ensino superior. Carvalho (2011) aponta que foi utilizado como forma de criar condições que permitissem a sustentação financeira dos estabelecimentos particulares, através de uma “fuga para frente”, benéfica para as instituições privadas de ensino superior. Essas se encontravam em risco pelo peso das vagas excessivas, criadas na grande expansão ocorrida ao longo do governo FHC, e não absorvidas pelo mercado.

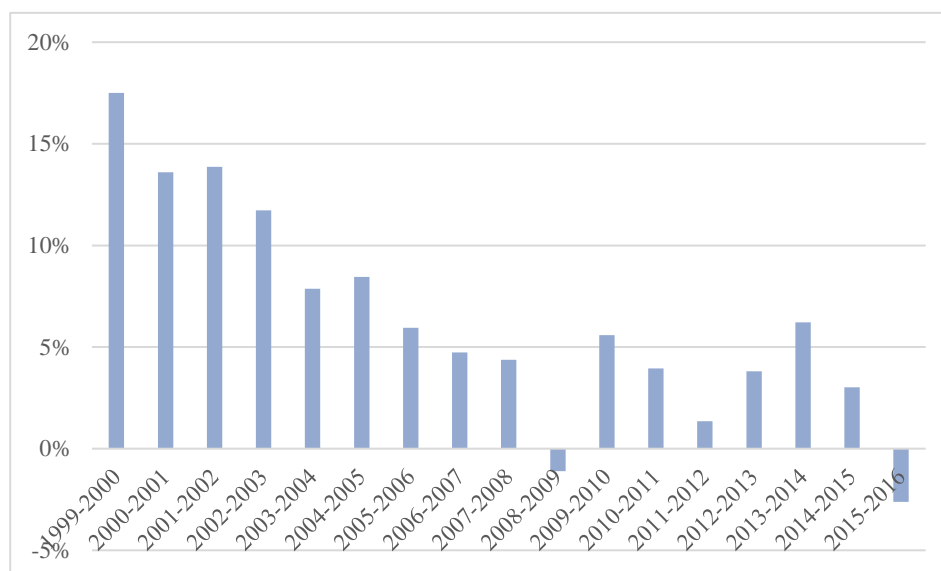
De fato, como é possível observar no gráfico XIII abaixo, houve um aumento significativo de 47% no número de vagas em cursos de graduação presencial no período do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), com um pico de expansão de 18% entre 1999 e 2000. Esse resultou em uma sobra constante no estoque de vagas, que, como apontado, não puderam ser facilmente canalizadas. O resultado foi uma taxa de crescimento decrescente ao longo dos anos seguintes, mesmo que positiva na maior parte do tempo.

O PROUNI veio então amenizar as dificuldades desse período com o alto grau de inadimplência, desistência e evasão existente no sistema privado, fornecendo sustentação financeira para os estabelecimentos particulares já existentes. Parte das vagas ociosas foram assim preenchidas por bolsas de estudo ofertadas pelo governo (de demanda inelástica enquanto da continuidade do programa, por conta de sua gratuidade), aliviando o problema. Criavam-se vagas

⁹⁵ Almeida (2012) afirma que, de acordo com membros do próprio governo, um dos objetivos do PROUNI seria trazer para o âmbito governamental algum controle da contrapartida das isenções já existentes, até então pouco ou não regulamentadas. Isso permitiria, também, a oferta efetiva de vagas gratuitas já previstas em lei.

de uso quase certo, por conta da ausência de restrições monetárias ao seu acesso (CARVALHO, 2011).

Gráfico XIII: Taxa de Crescimento Anual das Matrículas em Cursos de Graduação Presencial em Instituições Privadas de Ensino Superior (1999-2016)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 1999-2016, MEC/INEP. Elaboração própria.

Para as entidades com ou sem fim lucrativos e não filantrópicas, foi determinada a concessão de uma bolsa integral para cada 10,7 alunos pagantes. Alternativamente, era possível a oferta de uma bolsa integral para cada 22 pagantes, com quantidades adicionais de bolsas parciais, entre 25% e 50%, até que se atingisse 8,5% da receita bruta⁹⁶. No caso das entidades filantrópicas, o percentual era de uma bolsa integral para cada 4 alunos pagantes (CARVALHO; LOPREATO, 2006).

Em troca da concessão dessas bolsas as IES privadas passavam a ter o direito à isenção fiscal de quatro tributos, independente de qual fosse a sua categoria institucional (lucrativa, confessional, comunitária ou filantrópica)⁹⁷. A adesão ao PROUNI as tornava isentas do “Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas” (IRPJ), da “Contribuição Social sobre o Lucro Líquido” (CSLL),

⁹⁶ Esse valor é ligeiramente inferior ao instituído pela medida provisória (MP) em 2005 (antecedente ao projeto de lei), tendo passado a valer apenas em 2006.

⁹⁷ Vale destacar como essa compensação difere substancialmente da existente no FIES, não existindo, aqui, nenhuma emissão de títulos públicos, mas sim uma isenção tributária total e direta.

da “Contribuição Social para o Financiamento da Seguridade Social” (COFINS) e da “Contribuição para o Programa de Integração Social” (PIS).

Assim, as instituições são compensadas pelas bolsas ofertadas através de benefícios tributários. Em outras palavras, essa forma de “compra” de vagas nas IES privadas implica uma renúncia fiscal, acarretando em um ônus financeiro para o Estado. Esse subsídio, em última instância, resulta em perda de capacidade fiscal e redução do montante disponível para utilização em educação pública. Tal como aponta Carvalho (2011, p. 268):

(H)á uma transferência de recursos do segmento público ao privado, à medida que a arrecadação do IRPJ [Imposto de Renda - Pessoa Jurídica] faz parte da composição das receitas vinculadas, o que, todavia, não é verdadeiro para as contribuições, cujo impacto não interfere nas verbas vinculadas, mas, por suposto, afeta a arrecadação previdenciária. A isenção do imposto sobre a renda concedida a um número elevado de IES pode levar a uma queda substantiva no valor do fundo constitucional dedicado à manutenção e ao desenvolvimento do ensino público, já reduzido pela incidência da Desvinculação das Receitas da União (DRU).

O surgimento do PROUNI também representou um forte incentivo a passagem das IES sem fins lucrativos (confessional/comunitária ou filantrópica) para um novo modelo com fins lucrativos. Como demonstrado no quadro IV abaixo, a nova configuração tributária era muito vantajosa, colocando as instituições lucrativas no mesmo patamar fiscal das confessionais e comunitárias.

Quadro IV: Alíquotas e Base de Cálculo dos Tributos Federais por Categorias de IES

Tributos	Com Fins Lucrativos		Sem Fins Lucrativos			
			Confessional/Comunitária		Filantrópica	
	Atual	PROUNI	Atual	PROUNI	Atual	PROUNI
IRPJ	25% x Lucro	-	-	-	-	-
CSLL	9% x Lucro	-	-	-	-	-
COFINS	3% x Receita	-	3% x Receita	-	-	-
PIS	0,65% x Receita	-	1% x Folha	-	1% x Folha	-
INSS (Patronal)	20% x Folha	20% x Folha	20% x Folha	20% x Folha	-	-

Fonte: Reproduzido de Carvalho (2011, p. 252).

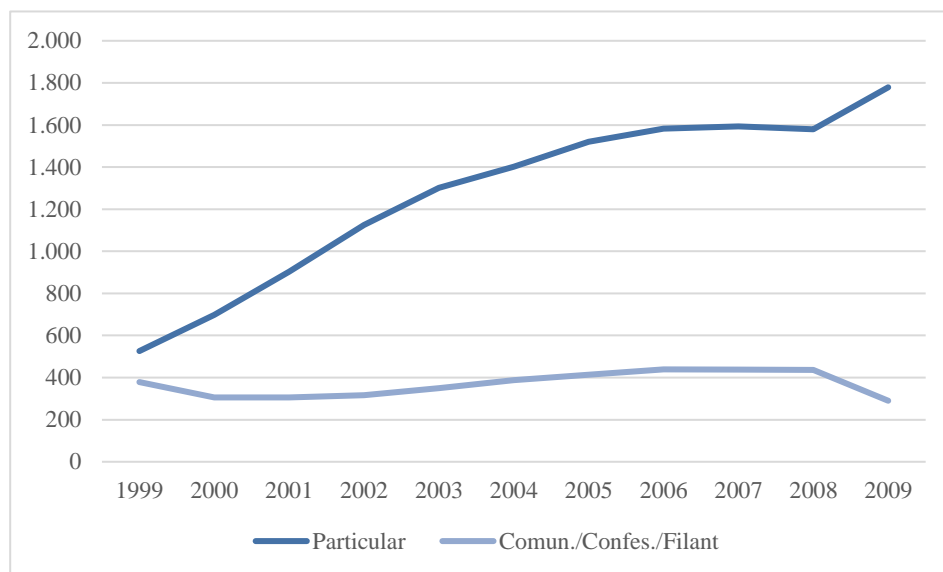
A nova política de isenção permitiu que as empresas do setor pudessem aderir a um novo modelo de atuação no mercado sem que isso implicasse em um maior custo fiscal. Essa transformação seria essencial em seus projetos de expansão, ao possibilitar o recebimento de recursos externos com finalidade lucrativa, a abertura de capital e diversas outras práticas possíveis apenas para instituições comerciais.

Os gráficos XIV e XV abaixo demonstram o ritmo de crescimento constante na proporção de instituições de caráter privado e o percentual de alunos pertencentes a cada uma, entre 1999 e 2009⁹⁸. Ao longo de todo o período analisado há um aumento de 129% no número de instituições privadas. Entre o início do PROUNI (2005) e 2009, ocorre uma expansão de 17% no número de instituições com finalidade lucrativa, que se contrasta com a redução de 30% nas privadas restantes. Essa diferença demonstra, também, a ampliação no grau de concentração ocorrido nesse momento, facilitado, igualmente, pela mudança de caráter dessas empresas.

É o número de matrículas em cursos de graduação presencial, no entanto, que revela com mais clareza essas transformações, confirmando esse fenômeno. Como o gráfico XV aponta, nesse período analisado ocorreu uma elevação de 145% no número de alunos de graduação presencial nas instituições com fins comerciais. Entre 2005 e 2009 essa expansão do setor lucrativo foi de 65%, acompanhada de uma redução de 43% nas outras instituições privadas.

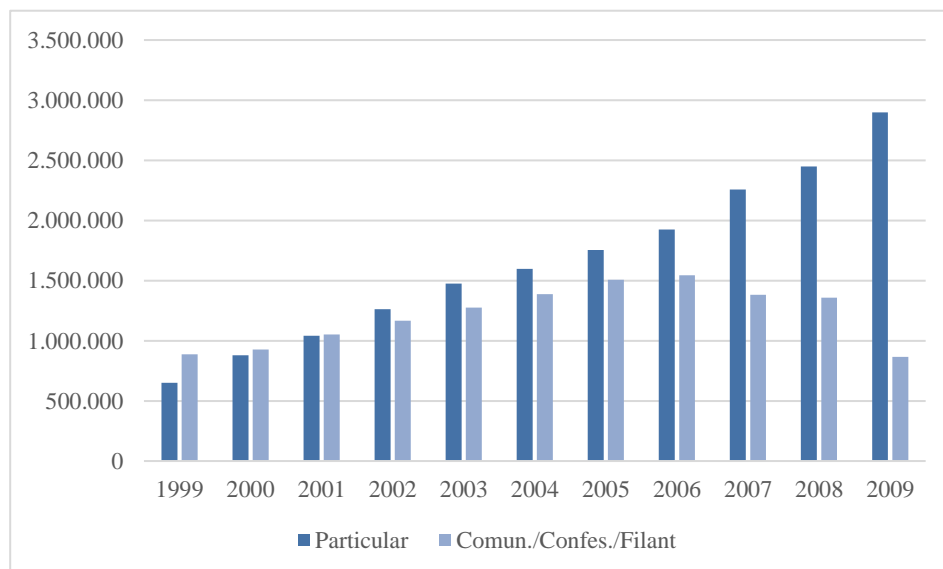
⁹⁸ A partir do ano de 2010 o “Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira” (INEP) mudou a metodologia utilizada no questionário do Censo da Educação Superior, abolindo, por motivos desconhecidos, a distinção entre os tipos de instituição privadas. Isso impede uma análise mais recente dessas transformações.

Gráfico XIV: Instituições no Brasil de Educação Superior Privadas por Categoria Administrativa (1999-2009)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 1999-2009, MEC/INEP. Elaboração própria.

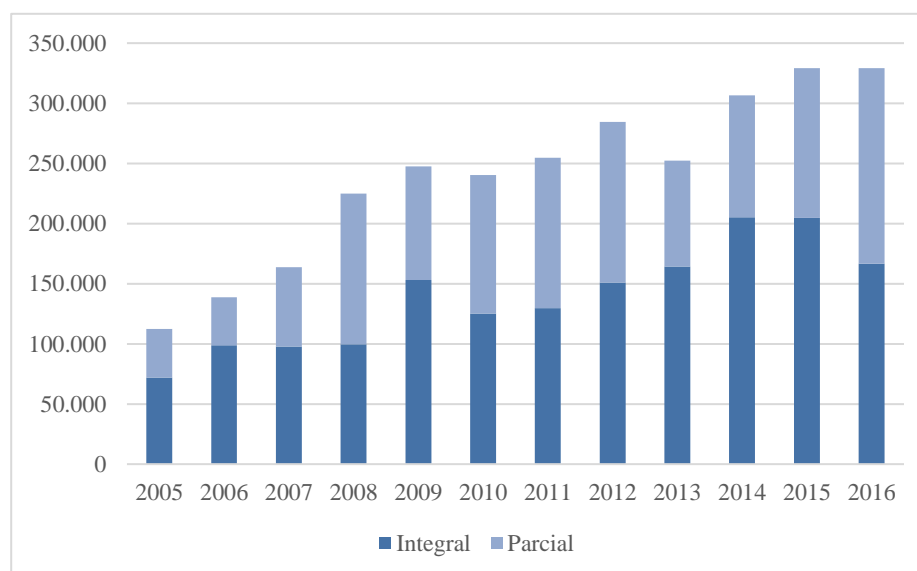
Gráfico XV: Número de Matrículas em Cursos de Graduação Presenciais por Categoria Administrativa (1999-2009)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 1999-2009, MEC/INEP. Elaboração própria.

Os resultados do Programa em termos de oferta podem ser visualizados no gráfico XVI. Entre 2005 e 2016, há uma expansão de 193% no total das vagas ofertadas, sendo 56% dessas parciais (entre 25% e 50%). É possível estimar que esses valores representaram, em 2016, o equivalente a 7% das matrículas no ensino superior privado, sendo aproximadamente metade desse percentual de bolsas integrais. O gráfico XVII mostra a evolução dessas proporções ao longo da vigência do Programa. Em termos de matrículas totais no ensino superior, público e privado, foram beneficiados 4% de todos os alunos matriculados em 2016, entre bolsistas parciais e integrais.

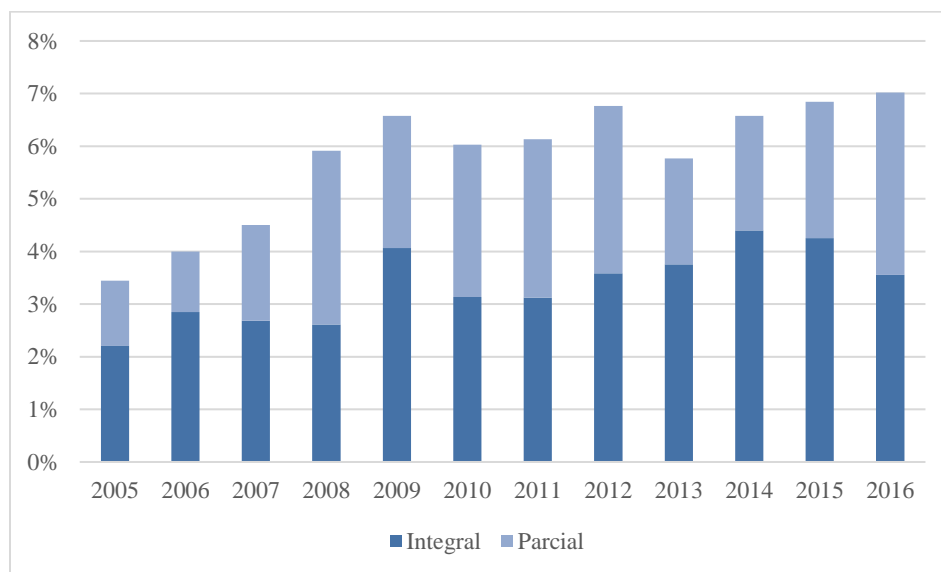
Gráfico XVI: Número de Bolsas do PROUNI Ofertadas (Integrais e Parciais) (2005-2016)



Fonte: SISPROUNI. Elaboração própria.

Obs: Parte das bolsas ofertadas não são ocupadas.

Gráfico XVII: Estimativa do Percentual de Matrículas na Rede Privada em Cursos de Graduação Presencial em Relação ao Total de Bolsas Ofertadas (Integrais e Parciais) (2005-2016)

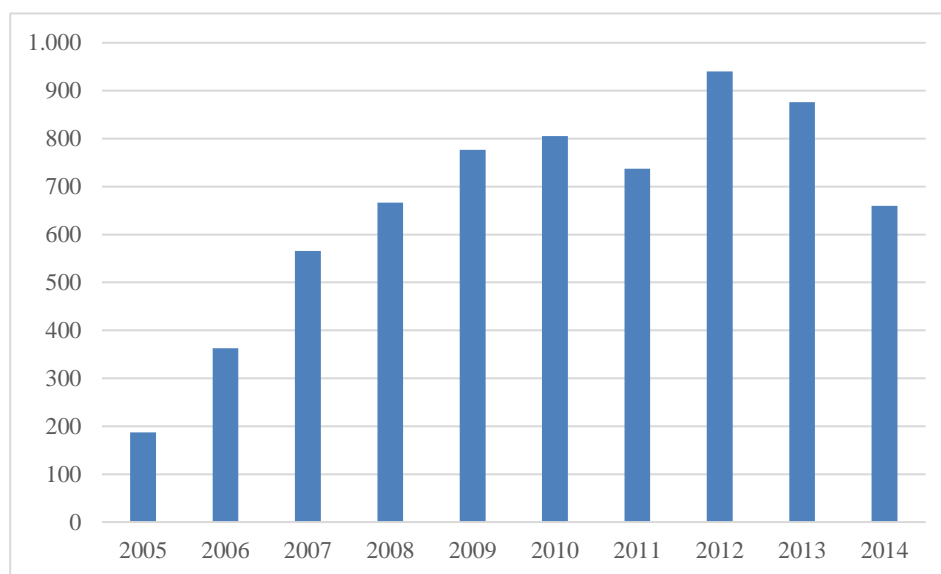


Fonte: SISPROUNI e Sinopse da Educação Superior. Elaboração própria.

Obs: Por limitações da base de dados, não foram considerados dentro do total de alunos aqueles que estão inscritos em cursos de EAD, mesmo que estejam incluídos no número de beneficiados do PROUNI. Ademais, o número geral de bolsas não utilizadas não é considerado na estimativa.

Em termos de custo, o gráfico XVIII mostra que as despesas do governo com o programa cresceram em ritmo elevado entre 2005 e 2009, atingindo, após isso, um patamar mais estável, com pico em 2012 de R\$ 940.088.538. Dividindo esse gasto pelo número de bolsas ofertadas a cada ano (integrais e parciais), é possível chegar ao valor médio anual aproximado de R\$ 2.900,64 ao longo dos 11 anos do programa aqui analisados.

Gráfico XVIII: Gasto Tributário com o PROUNI (em milhões de reais e a preços de janeiro de 2016, IPCA) (2005-2014)



Fonte: Reis (2017, p. 33), com dados de Prouni (ano 2014): Secretaria da Receita Federal. Demonstrativo dos Gastos Governamentais Indiretos de Natureza Tributária - (Gastos Tributários) - PLOA 2014; Prouni (ano 2013): Secretaria da Receita Federal. Demonstrativo dos Gastos Governamentais Indiretos de Natureza Tributária - (Gastos Tributários) - 2013; Prouni (anos 2006-2012): Secretaria da Receita Federal. Demonstrativo dos Gastos Governamentais Indiretos de Natureza Tributária - (Gastos Tributários) - Estimativas Bases Efetivas Ano Calendário 2008-2012; Prouni (ano 2005): IPEA. Boletim de Políticas Sociais. Acompanhamento e Análise, nº 16, nov. 2008.

Esses resultados tornam possível apontar que o programa foi capaz de desempenhar um duplo papel no governo Lula. De um lado, proporcionou uma melhora na taxa de rentabilidade dos estabelecimentos educacionais, especialmente daqueles classificados como mercantis, por conta da redução de seus gastos tributários. De outro, permitiu uma ampliação do acesso das camadas mais pobres da população. Em conjunto, esses dois fatores serviram como importantes sinalizadores aos acionistas e credores dessas empresas sobre a solidez de seus negócios, ao mesmo tempo em que evitou uma desaceleração (e em alguns momentos recuperação parcial) mais significativa das matrículas por conta, em grande medida, das limitações de acesso ocasionadas por insuficiência de renda (CARVALHO, 2011).

É em 2010, no entanto, que surgiria o período de maior incentivo a esse mercado, solidificado nas modificações do FIES. Como demonstrado na seção anterior, a ampliação do alcance do Fundo representou uma forte abertura de mercado para essas empresas, que passaram a

contar não apenas com uma nova forma de subsídio, mas também com o acesso a novas faixas do mercado até então menos ou impossíveis de serem exploradas.

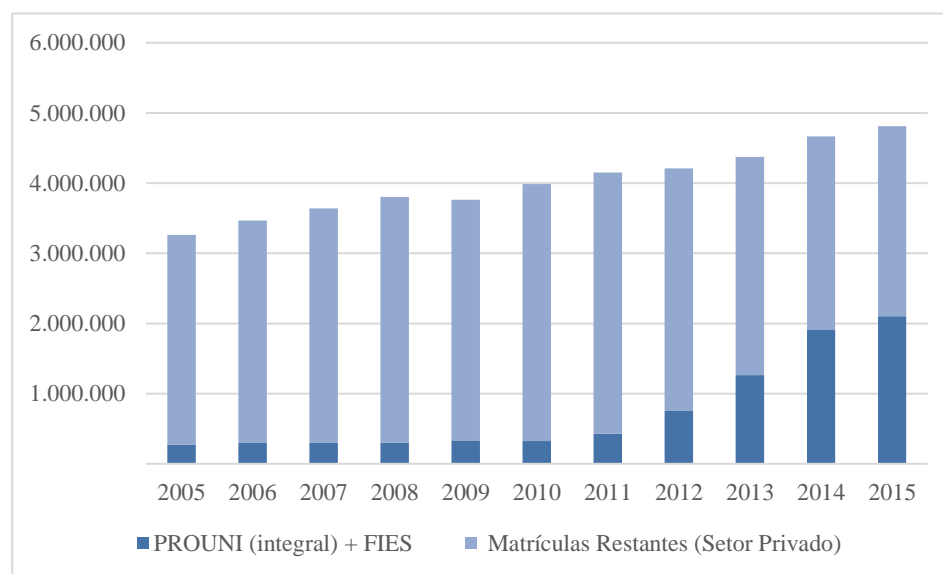
III.3.2 - Dupla de Incentivos

O caráter complementar existente entre o PROUNI e o FIES é um fator de grande importância. Como apenas parte das bolsas ofertadas cobriam em sua totalidade as mensalidades dos cursos, o saldo restante podia ser completado através do financiamento subsidiado pelo governo, com prioridade no processo de seleção. Assim, o Estado arcava com parte das despesas restantes, complementando o benefício oferecido.

Os gráficos XIX e XX abaixo fornecem uma visão conjunta estimada do alcance desses dois programas. Como é possível observar, em relação ao total de matrículas do sistema privado, a soma dos beneficiados com bolsas integrais do PROUNI com os utilizadores do FIES representaram um total aproximado de 44% dos matriculados em 2015 (mais de 2 milhões de alunos), em grande parte pela expansão intensa do FIES, já analisada anteriormente. Esse percentual é também muito elevado quando se considera a soma total das matrículas de graduação do ensino superior, chegando, também em 2015, a um montante de 32%.

Sendo resultado de uma pressão empresarial por auxílios ao setor (CARVALHO, 2011), somada a uma preocupação do governo em ampliar o acesso da população de mais baixa renda ao ensino superior, o PROUNI proporcionou um incentivo a sustentação e crescimento desse mercado, também favorecendo as empresas dispostas a se tornarem legalmente “lucrativas”, condição necessária para a abertura do capital dessas instituições e sua entrada em uma “*lógica financeirizada*”. Em conjunto do FIES, que também buscou atender a uma pressão semelhante, representou a “compra” de vagas antes ociosas, contribuindo para a expansão e fortalecimento das empresas do sistema privado.

Gráfico XIX: Estimativa da Proporção de Matriculados Beneficiados em Relação ao Total de Matrículas no Sistema Privado em Cursos de Graduação Presencial (2005-2015)

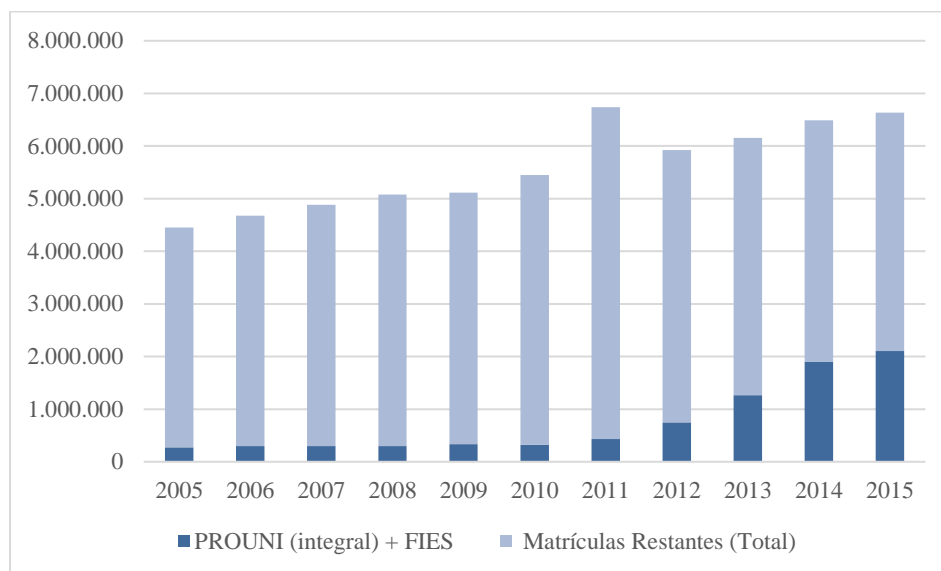


Fonte: SISPROUNI, Sinopse da Educação Superior e Ministério da Fazenda (2016, p. 4). Elaboração própria.

Obs I: Os bolsistas parciais do PROUNI foram excluídos desse cálculo para evitar a ocorrência de dupla contagem. Ainda que isso leve a uma *subestimação* do total de alunos beneficiados, ponderando que há prioridade de acesso ao FIES por esses bolsistas, considera-se que esse número não é capaz de alterar as conclusões aqui observadas. Por limitações da base de dados, também não foram considerados dentro do total de alunos aqueles que estão inscritos em cursos de EAD, mesmo que estejam incluídos no número total de beneficiados do PROUNI. Ademais, o número geral de bolsas não utilizadas não é considerado na estimativa.

Obs II: No caso do FIES, foram considerados os contratos em utilização entre 2010 e 2015 e calculados para os outros anos, retirando dos ativos o percentual de cancelamentos/conclusão observado nos últimos anos.

Gráfico XX: Estimativa da Proporção de Matriculados Beneficiados em Relação ao Total das Matrículas em Cursos de Graduação Presencial (2005-2015)



Fonte: SISPROUNI, Sinopse da Educação Superior e Ministério da Fazenda (2016, p. 4). Elaboração própria.
Obs: Idem observações I e II do gráfico XIX.

Esses benefícios, repassados de forma indireta as instituições privadas⁹⁹, compõem uma quantidade muito significativa do orçamento dessas empresas. Filho e Chaves (2017) utilizam o caso da universidade Estácio de Sá como exemplo, mostrando que, em 2015, as receitas com o FIES equivaliam a *quase metade* de sua receita líquida total. Considerando que esse valor não inclui o subsídio dos tributos proporcionados pelo PROUNI, é factível supor que os benefícios recebidos por essas empresas atinjam um patamar ainda mais elevado.

Infelizmente, um cálculo mais preciso, que seja capaz de incluir todas as formas de subsídio, desde o desconto no imposto de renda, até as isenções do PROUNI somadas a emissão de títulos do FIES, dificilmente pode ser realizado. Isso ocorre tanto pela complexidade da análise do real custo desses elementos, quanto pelos efeitos de ampliação da demanda que provocam. No entanto, é possível afirmar que sem os incentivos governamentais o sistema de educação superior privada nunca teria sido capaz de alcançar o nível de expansão observado ao longo dos últimos anos.

⁹⁹ Apesar de não ser diretamente direcionado às empresas, o FIES proporciona a possibilidade de permanência de alunos que, sem o benefício, não teriam como ocupar essas vagas por insuficiência de renda. Atua, assim, na visão desse trabalho, como benefício indireto às instituições privadas.

Assim, o momento de bonança da economia ao longo desses anos¹⁰⁰ e os subsídios governamentais apresentados colaborariam para um momento de forte desenvolvimento dessas empresas. Essas passariam a atrair capital e a ampliar suas reservas financeiras, permitindo sua entrada em um novo modelo de crescimento, em grande parte com características financeirizadas.

III.3.3 - A Educação Superior vai à Bolsa

Embaladas por essas mudanças, em conjunto desse momento econômico favorável, em 2007 as grandes empresas do setor deram início a um processo de abertura de seu capital na BM&FBOVESPA, tornando-se empresas de capital aberto, “Sociedades Anônimas”. Essa mudança de perfil ocorreu no meio dos mandatos do presidente Lula e teve como uma das principais implicações a já citada passagem de suas classificações como empresas sem fins lucrativos para empresas de cunho comercial, com finalidade lucrativa, passíveis de listagem na bolsa de valores (LAVINAS, 2017b).

Beneficiando-se da ausência de maior regulamentação no setor que pudesse restringir participação estrangeira, boa parte delas passou a contar com o capital de grandes instituições e conglomerados internacionais. A atuação de fundos *private equity*¹⁰¹ nesse mercado teve um papel de destaque nessa evolução (BASTOS, 2013). Esses possuem como foco não apenas a atuação dessas empresas no mercado educacional, mas também outras formas de ativos e patrimônios, especialmente seus bens imóveis (SAMPAIO, 2011). Usualmente investem em empresas que já atingiram maturidade operacional em termos de competição no mercado, exigindo altas taxas de retorno e realizando acordos com acionistas que lhes dão o direito de nomear administradores e a se opor a determinadas estratégias. Também contam com cláusulas de saída que os permitem

¹⁰⁰ O aumento real da renda verificado ao longo dos governos do PT, resultantes tanto da ampliação do mercado formal de trabalho quanto da política de valorização do salário mínimo, é, do lado da demanda, outro fator central nessa expansão. Igualmente, a aceleração do crescimento do PIB observada nesse período também teve contribuição significativa para a dinâmica aqui apresentada.

¹⁰¹ Fundos *private equity* tem como foco empresas já consolidadas em suas áreas, mas que precisam de recursos extras para conseguir abrir seu capital na bolsa ou realizar grandes transações. Apesar de menos comum, empresas de capital aberto também podem receber aportes desses fundos. Nesses casos esses recursos são voltados para mudanças de estratégia ou operacionais, como a compra de outras empresas, por exemplo. Tais fundos têm como objetivo o investimento em empresas com alto potencial de rentabilidade e crescimento no curto ou no médio prazo, muitas vezes visando sua venda posterior.

realizar seus ganhos após determinado período de investimentos em uma companhia (ALMEIDA, 2012).

A importância dessa mudança é fator de destaque por corroborar a hipótese aqui apresentada da *financeirização* que ocorre nesse setor na economia brasileira. Como será observado, esse fenômeno apresentou muitas similaridades com o processo exibido no capítulo I desse trabalho, de mudança do *ethos* corporativo das empresas.

Esses fundos são capazes de fornecer grandes quantidades de capital no mercado educacional através de grupos fechados de especuladores nacionais e internacionais. São esses que impõem mudanças na administração das empresas do setor, com uma reestruturação baseada na redução de custo, na racionalização administrativa e profissionalização da administração, princípios da governança corporativa. Na educação superior, esse novo *ethos* se reflete:

[Na busca pela] perpetuação do negócio; melhora da imagem institucional; garantia de rendimento acima do mercado; facilidade na entrada de investimentos; redução dos conflitos internos de interesse; e garantia de maior segurança quanto aos direitos dos proprietários¹⁰² (CARVALHO, 2017b, p. 69).

Os resultados desse movimento de metamorfose foram rapidamente observados. Agora sob pressão dos investidores, essas empresas passaram a adotar uma postura agressiva tanto no seu ritmo de crescimento, quanto no de fusões e aquisições de empresas menores. Em uma busca por rápida valorização de seus ativos e a ampliação de seu lucro, lançam mão de ações claramente especulativas.

Entre essas, está a demissão constante de trabalhadores, que tem como objetivo permitir uma rápida mudança de estratégia, com o fechamento de unidades e cursos menos lucrativos no curto prazo¹⁰³. A prioridade é dada a atividades de valorização rápida e cursos com menor custo de implantação (como da área de humanidades). Assim, a alta flexibilidade com que esse setor é capaz

¹⁰² Tradução direta de “*perpetuating the business; improving institutional image; ensuring performance above the market average; facilitating the entry of investments; reducing conflicts of interest and family conflicts; and ensuring greater security as to the rights of owners.*”.

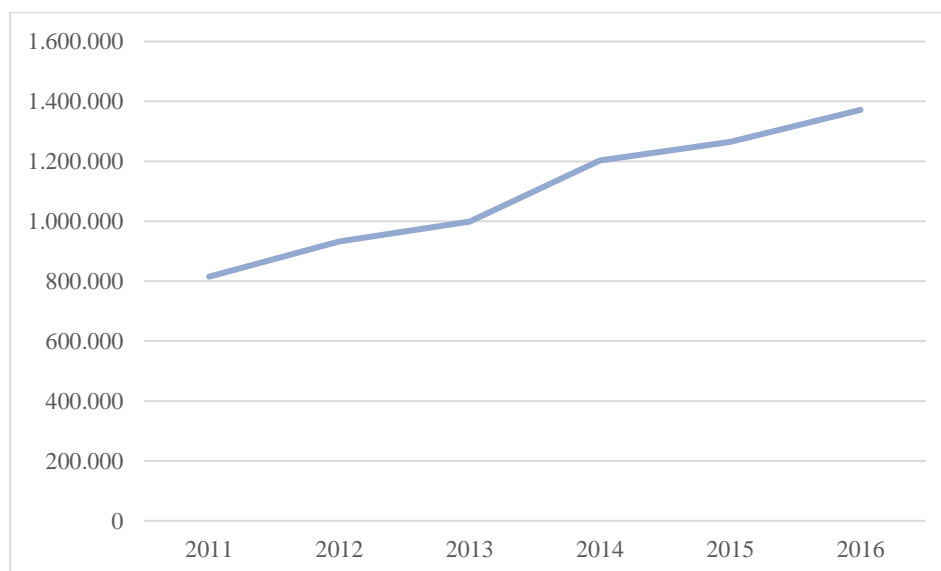
¹⁰³ Entre muitos exemplos, é possível apontar a recente demissão de 1.200 docentes por parte do grupo Estácio, seguida por ação semelhante de outras grandes instituições da área. Esses foram atribuídos não apenas as mudanças na legislação trabalhista, que passou a permitir maior flexibilidade nas contratações, mas também as mudanças no FIES e a expansão do EAD. (<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/12/1943965-faculdades-preparam-demissoes-apos-corte-em-massa-da-estacio.shtml>, acesso em abril de 2018)

de operar no Brasil o torna um *locus* propício a valorização acionária, e, conseqüentemente, a formação de um mercado tipicamente dominado por uma lógica das finanças (BASTOS, 2013).

Outro fator de redução de custos comumente utilizado por essas instituições está na demissão de professores com mestrado e doutorado, com a contratação de profissionais com menor experiência, e, assim, menores salários. O uso de apostilas no lugar de livros também representa uma forma de redução de custos e “massificação” do conteúdo das aulas, o que resulta em ganhos de escala importantes para essas instituições (CASTELLANO, 2016).

Essa postura mais agressiva se refletiu também no tipo de curso oferecido. Já em expansão desde 2011, os cursos de EAD¹⁰⁴ passaram a ganhar papel de destaque dentro da oferta dessas grandes companhias, em conjunto da disponibilidade de cursos sequenciais. O gráfico XXI demonstra essa evolução. Com custos mais baixos, que se refletem em mensalidades mais baratas, esses modelos de cursos, que cresceram 68% entre 2011 e 2016 em termos de matrículas em instituições privadas, atendem uma demanda crescente por um ensino mais flexível e acessível em termos monetários.

Gráfico XXI: Matrículas em Cursos de EAD e Sequenciais em Instituições Privadas (2011-2016)



Fonte: Sinopse da Educação Superior 2011-2016, MEC/INEP. Elaboração própria.

¹⁰⁴ Aponta-se que esses cursos não são passíveis de financiamento pelo FIES.

Por fim, é importante destacar que, por conta de os títulos CFT-E emitidos pelo governo para o FIES serem negociáveis no mercado, esses ficam passíveis de especulação. Assim, tornam-se canal para ganhos puramente financeiros dessas empresas, as descolando ainda mais profundamente da sua atividade central, a oferta de ensino (SANTOS FILHO; CHAVES, 2017).

É possível apontar que esses dois instrumentos financeiros utilizados, a atuação dos fundos *private equity* e a abertura de capital na bolsa de valores, estabeleceram o comprometimento da administração dessas empresas com o interesse dos acionistas, levando ao que foi anteriormente designado no capítulo I de “maximização do valor do acionista”, o que incentivou a busca dessas instituições por alta lucratividade no curto prazo. Em conjunto do rápido processo observado de fusões e aquisições, que ampliaram a concentração desse mercado, ficam claros fortes indícios da ocorrência da *financeirização* desse setor da economia. Na seção abaixo será realizada uma rápida e sucinta análise da trajetória das empresas desse setor que mais se destacaram em relação a esse fenômeno, buscando tornar sua existência mais clara.

III.3.4 - As Quatro Sociedades Anônimas¹⁰⁵

Quatro grandes empresas do setor que abriram seu capital passaram a se destacar¹⁰⁶: Kroton S.A, Estácio Participações S.A, Ser Educacional S.A e Anima Educação S.A.. As duas primeiras possuem a maior parte de suas ações sob posse de fundos globais de investimentos, enquanto que as outras tem em sua maioria a presença de investidores e fundos brasileiros (LAVINAS, 2017b). Desse grupo, a pioneira¹⁰⁷ nessa movimentação foi a Estácio, que realizou sua IPO¹⁰⁸ em 2007, seguida pela Kroton, também em 2007, e a Ser e a Anima, em 2013.

¹⁰⁵ Os dados e informações aqui reproduzidos foram, em sua maior parte, retirados das páginas institucionais das empresas: <http://www.kroton.com.br/>, <http://estacioparticipacoes.com.br/>, <https://www.sereducacional.com/perfil-institucional> e <http://ri.animaeducacao.com.br> (acesso em março de 2018). Também foram utilizados informes e apresentações direcionadas aos acionistas.

¹⁰⁶ Outro grande grupo do setor, o “Sistema Educacional Brasileiro S.A.” (SEB), atualmente com menor atuação na área da educação superior, não consta nessa análise por não ter atualmente seu capital aberto na BOVESPA. Há indícios de isso possa ocorrer no ano de 2018. Ver <https://exame.abril.com.br/mercados/grupo-seb-avaliara-ipo-em-encontro-com-o-morgan-stanley/> (acesso em março de 2018).

¹⁰⁷ A primeira empresa educacional brasileira a abrir seu capital, em março de 2007, foi a Anhanguera Educacional, posteriormente absorvida pela Kroton Educacional.

¹⁰⁸ Do inglês, “*Initial Public Offering*”, é a oferta pública inicial de ações realizada pela empresa no momento de sua entrada na bolsa de valores.

Fundada em 1966, a Kroton Educacional foi originada como curso pré-vestibular Pitágoras, ampliando seu tamanho ao longo das décadas seguintes. Seria apenas no início dos anos 2000, com a mudança no marco regulatório promovida pelo governo FHC, que surgiria a primeira faculdade do grupo, em parceria com uma das maiores companhias de educação em âmbito mundial, a Apollo Internacional, união que duraria até o ano de 2005. Em 2007 a Pitágoras abre seu capital na BM&FBovespa, adotando o nome Kroton Educacional. Esse se tornaria o marco inicial de um forte processo de expansão da companhia, ganhando ainda mais folego com o aporte financeiro de um dos maiores fundos de *private equity* do mundo, a *Advent Internacional*, em 2009.

A partir de então esse passaria a compartilhar o controle da Companhia com os sócios fundadores. Esse aporte permitiu o início de uma atuação mais agressiva, com a compra de 7 instituições (IUNI Educacional, Faculdade Atenas Maranhense, Faculdade União, FAIS, UNOPAR, Unironon e Uniasselvi) no período de apenas 2 anos. Em 2012 terminaria sua migração para o Novo Mercado da BM&FBovespa. É em 2013, no entanto, que faria sua maior aquisição, associando-se a sua grande competidora, Anhanguera Educacional. Isso a tornou a *maior empresa educacional do mundo* em número de alunos, receita e capitalização de mercado. Em 2016 tenta realizar uma nova aquisição agressiva, buscando incorporar sua maior rival, Estácio. No entanto, após mais de um ano em análise, essa foi vetada pelo “Conselho Administrativo de Defesa Econômica” (CADE) por conta dos efeitos adversos na concentração do mercado que poderiam resultar de tal fusão.

A Kroton possui atualmente 25 unidades de ensino superior, presentes em 18 estados e 83 cidades brasileiras, 726 Polos de Graduação EAD e um número superior ao de 870 escolas na Educação Básica. Também conta com mais de 400 polos de cursos livres e preparatórios. Possui, no total, em torno de 1 milhão de alunos de ensino superior e pós-graduação.

A Estácio Participações foi fundada em 1970, no Rio de Janeiro, como faculdade de direito. Após décadas de expansão contínua em número de alunos e criação de novos campi ao redor do país, foi, em 2007, a segunda instituição educacional a abrir seu capital na Bolsa. Em 2008 a GP (empresa de *private equity*) passa a deter 20% do controle da Companhia, dando início a um novo processo de expansão, com uma forte oferta pública de ações em 2010. É a partir desse momento que se aceleram as fusões e aquisições da companhia, que incorporaria um total de 17 instituições (FAA, FAL, FATERN, SEAMA, Faculdade São Luís, Faculdade iDez, FARGS, UNIUOL,

FACITEC, ASSESC, UniSeb, LITERATUS, IESAM, CEUT, Faculdade Nossa Cidade, Faculdade de Castanhal e FUFES), de tamanhos e localizações variadas, ao longo dos últimos anos. Atualmente conta com uma universidade, dez centros universitários, 46 faculdades credenciadas e 338 polos de ensino à distância credenciados, em um total de 93 campi localizados ao redor de todo o país. A Estácio possui 539,9 mil alunos matriculados nas modalidades presencial e à distância, em cursos de graduação e pós-graduação.

Em 1994 a Ser Educacional é fundada como preparatório para concursos públicos. No entanto, apenas em 2003 ocorre a sua entrada no ramo da educação superior, com a criação da Faculdade Maurício de Nassau, se expandindo ao longo dos 4 anos seguintes. É a partir de 2008 que se daria início a uma estratégia mais agressiva, com a aquisição de três novas empresas (FABAC, ESAMC, Faculdade CDF) e a inauguração de 5 novas unidades em um período de 5 anos, tendo como foco o mercado regional do norte e nordeste, tornando-se líder nessa região. Com a abertura de capital em 2013 a expansão chega a nível nacional, com a compra de 5 instituições (Faculdade Decisão, FASE, FAL, Unama/FIT e UNG). Até 2015 contava com 147 mil alunos matriculados, em um total de 35 campi espalhados por 24 cidades e 12 estados do Brasil.

O início do grupo Anima ocorreu em 2003, com a aquisição da mantenedora do Centro Universitário UNA, em Belo Horizonte. Em 2006 a Unimonte é adquirida e dois anos depois a UniBH incorporada. Posteriormente, em 2013, vai absorver a HSM, focada em serviços e cursos para o mercado corporativo, e em 2014 a USJT. No início de 2015 chegou a anunciar a compra de duas importantes instituições, a UVA e a UniJorge. No entanto, de acordo com a própria companhia, por conta das mudanças realizadas pelo governo no FIES, acabou recuando de sua decisão (SANTOS FILHO; CHAVES, 2017). 2016 seria um ano de expansão, com a compra da UNISOCIESC, ALIS Educacional e EBRADI. Atualmente possui 8 instituições, 39 unidades e mais de 95 mil alunos, oferecendo cursos em diversas áreas de ensino: graduação, pós-graduação e cursos de extensão e aperfeiçoamento profissional.

III.3.4.1 - Dados e Indicadores

A análise de alguns dados e indicadores da *performance* dessas empresas¹⁰⁹ permite visualizar com mais clareza o impacto de tais transformações e os possíveis efeitos dos incentivos colocados em prática pelo governo ao longo desse período. Foram escolhidos quatro indicadores e dois índices. Os quatro primeiros são o Patrimônio Líquido, a Receita Líquida, o Lucro Líquido e o Valor Acionário. O primeiro índice é o chamado “Lucro por Ação” (LPA) e o segundo os Dividendos por Ação. A coleta foi feita através da plataforma fechada Economatica, que utiliza como fonte de dados a BM&FBOVESPA e os relatórios contábeis e financeiros das companhias. Para cálculo foi realizada a média anual das observações (média móvel) disponibilizadas de forma diária, semanal ou mensal, de acordo com cada uma das variáveis, desde o período em que os primeiros dados se encontravam disponíveis até 2016. Isso permite evitar distorções causadas por picos especulativos e eventos pontuais¹¹⁰.

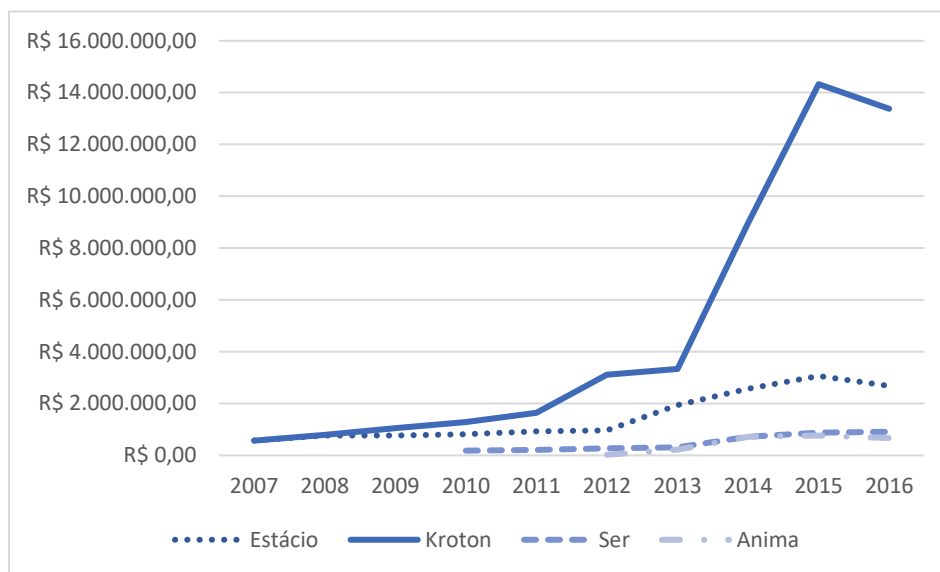
Como o gráfico XXII abaixo mostra, o Patrimônio Líquido das quatro empresas de capital aberto do setor se expandiu rapidamente desde seu lançamento na bolsa de valores. Nesse aspecto, a Kroton é a que mais se destaca, tendo seu patrimônio ampliado em 2.247% de 2007 até 2016 em termos reais, atingindo a cifra de R\$ 13.376.748,75 nesse ano. Em seguida vem a Estácio, com ampliação de 370%, porém patrimônio em escala muito menor, de R\$ 2.684.755,00 no último ano analisado.

A receita total obtida por essas companhias (gráfico XXIII, abaixo) é fator complementar a esse. A Kroton é novamente a empresa com crescimento mais surpreendente, com um aumento de 3.156% reais em sua receita entre 2007 e 2016, acompanhada em seguida pela Estácio, com 157% no mesmo período. Ser e Anima também apresentaram crescimento considerável, ainda que em patamar muito diverso.

¹⁰⁹ Essas se encontram listadas na bolsa brasileira, respectivamente, pelos códigos KRO3, ESTC3, SEER3 e ANIM3.

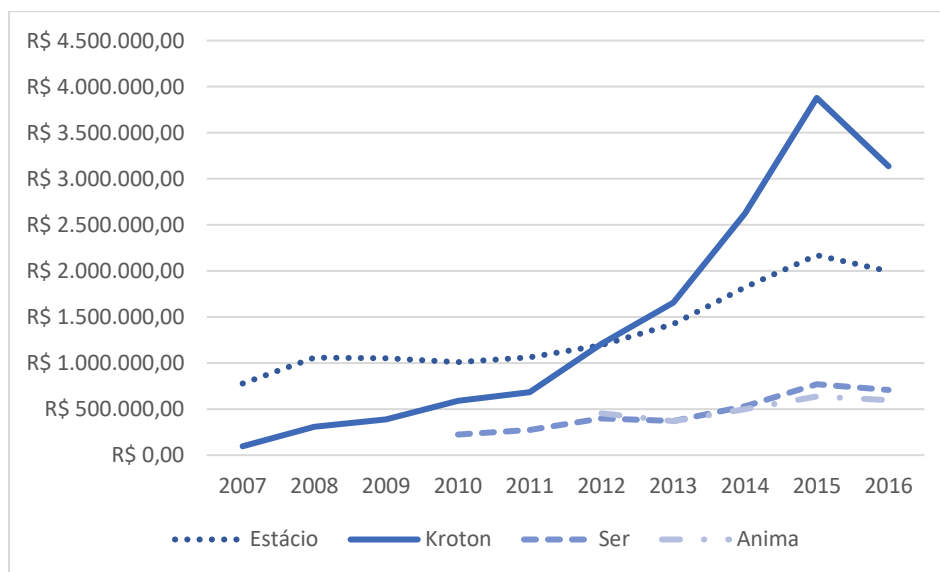
¹¹⁰ É importante lembrar que a fusão da Kroton Educacional com a Anhanguera Educacional foi realizada no ano de 2013, o que impactou de forma significativa a evolução de todas as variáveis aqui analisadas.

Gráfico XXII: Patrimônio Líquido de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

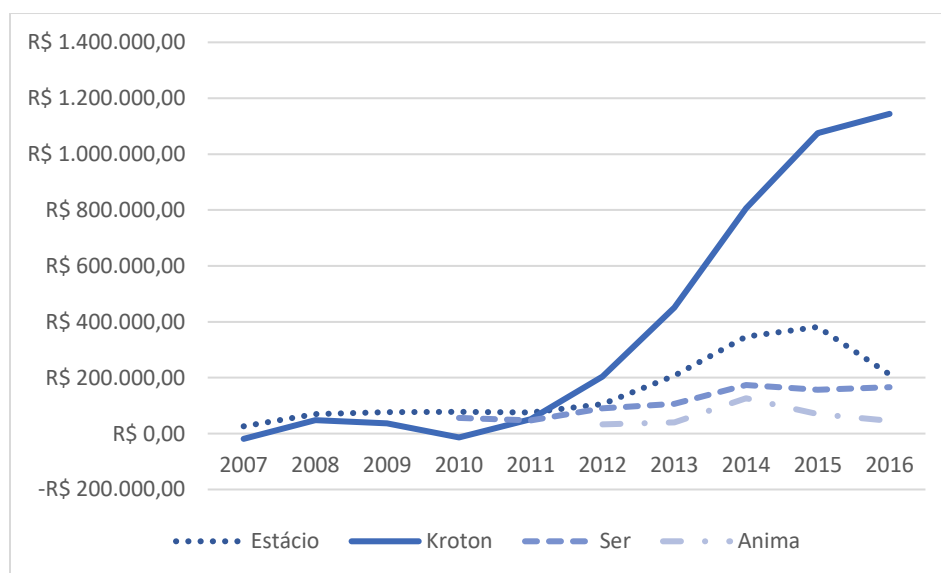
Gráfico XXIII: Receita Líquida de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

A evolução do Lucro Líquido (gráfico XXIV), calculado através da diferença entre a receita total e o custo total, também é simbólica. A Kroton é novamente a empresa que mais se destaca, passando de um prejuízo de R\$ 18.837,12 em 2007 (deflacionado) para um lucro de mais de um bilhão de reais nove anos depois. Grande expansão ocorre também com a Estácio, ainda que, novamente, em menor grau e com queda no último ano da série. As duas outras empresas analisadas também passam a auferir ganhos significativos, mesmo que a Anima tenha apresentado redução de seus retornos nos dois últimos anos analisados, possivelmente, entre outros fatores, por efeito da crise econômica e das mudanças ocorridas no FIES.

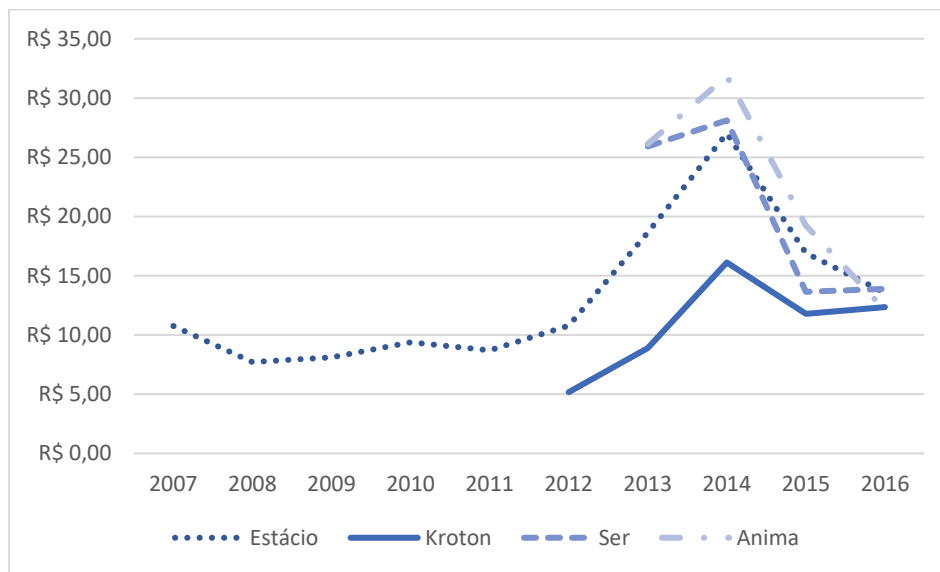
Gráfico XXIV: Lucro Líquido de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

Esses resultados fortemente positivos, somados a uma expectativa de ampliação dos ganhos futuros e outras condições de mercado, resultaram em uma rápida e intensa valorização acionária. Como demonstrado no gráfico XXV abaixo, as quatro empresas analisadas tiveram crescimento no valor de suas ações, interrompido por uma queda em 2014, mas já com alguma recuperação ou diminuição da retração no ano seguinte. O Lucro por Ação (LPA), importante indicativo da performance de uma empresa no mercado, também teve forte expansão semelhante (gráfico XXVI).

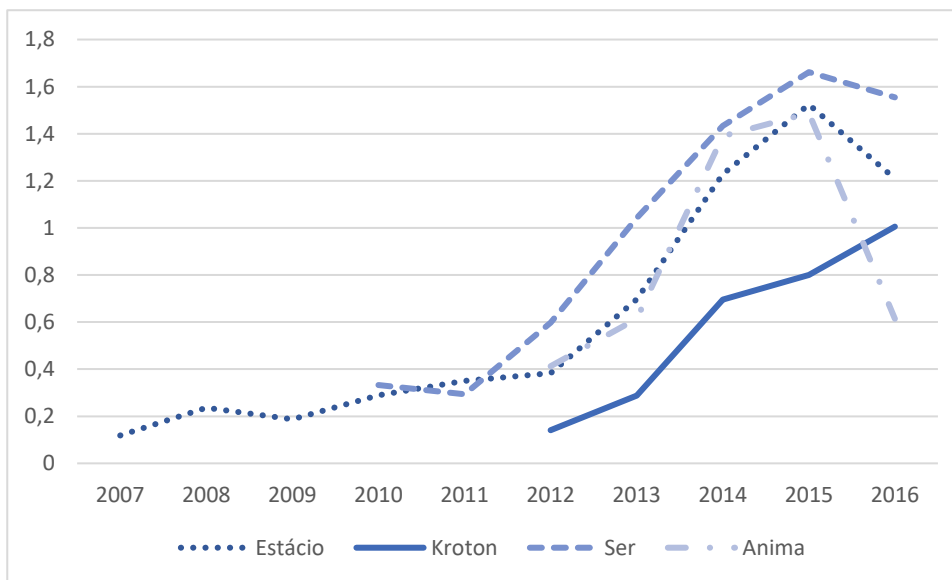
Gráfico XXV: Valor Acionário de Empresas Seleccionadas no Novo Mercado BM&FBovespa (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

Obs: A Kroton começou a ter seu valor acionário computado nessa série em 2012 por ter finalizado apenas nesse ano a migração para o nível Novo Mercado de governança corporativa da BM&FBovespa.

Gráfico XXVI: Lucro por Ação (LPA) de Empresas Seleccionadas (2007-2016)

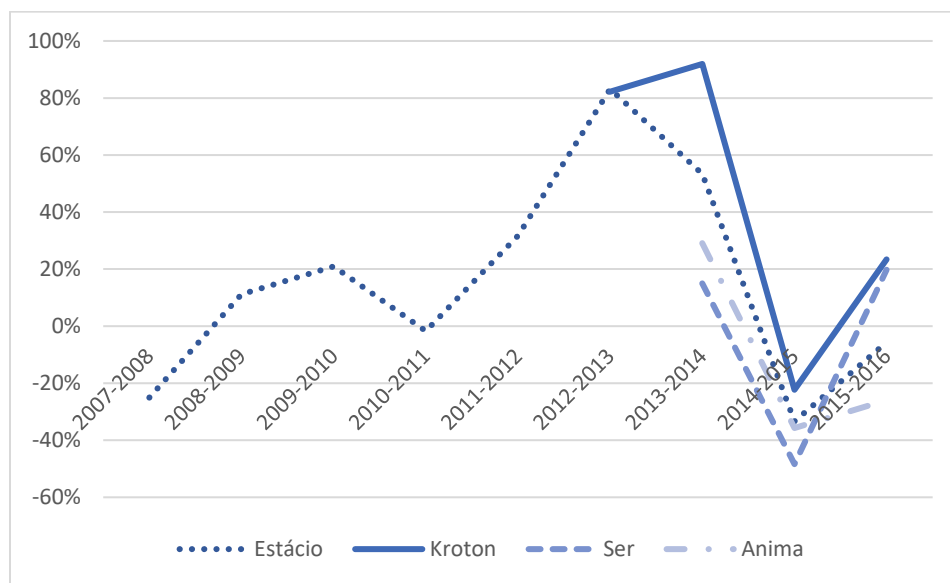


Fonte: Plataforma Economatica

Obs: Idem gráfico XXV.

Esses resultados, no entanto, podem ser enganosos, já que o valor da ação depende do porcentual relativo de capital aberto da empresa. O gráfico XXVII auxilia em uma melhor interpretação desse fenômeno, ao apontar as taxas de variação do preço dessas ações. O que se percebe é uma forte oscilação, especialmente para cima, na qual se destacam as duas maiores empresas do setor, a Kroton e, especialmente, a Estácio. Essas altas variações, que chegaram a 92% entre 2013 e 2014 no caso da Kroton, apontam para indícios de uma atividade potencialmente especulativa.

Gráfico XXVII: Variação do Valor Acionário de Empresas Seleccionadas (2007-2016)

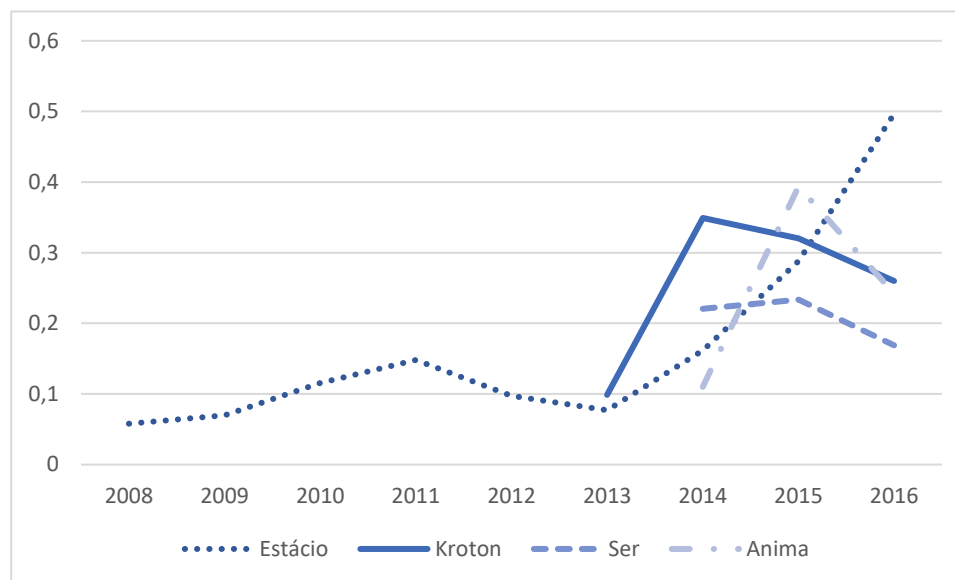


Fonte: Plataforma Economatica

Obs: Idem gráfico XXV.

Por fim, outro fator significativo que pode ser analisado é a evolução do valor dos dividendos por ação, visualizado no gráfico XXVIII, abaixo, com uma forte elevação a partir de 2013. Esses valores servem como demonstração da oscilação e ampliação na distribuição de dividendos ao longo do período analisado, especialmente no caso da Estácio, sendo, também, um fator previamente apontado como significativo na visualização do fenômeno da financeirização.

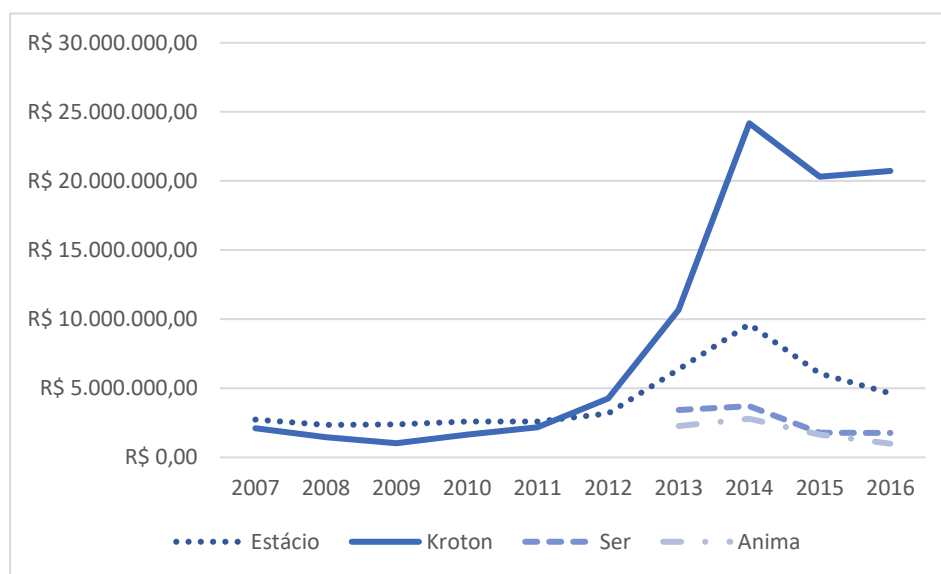
Gráfico XXVIII: Valor dos Dividendos por Ação (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2008-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

Todos esses elementos em conjunto significaram uma expansão intensa do valor de mercado dessas empresas, calculado pelo preço da ação vezes a sua quantidade. O gráfico XXIX abaixo mostra essa escalada de valores. Mais uma vez, as duas principais empresas a se destacarem foram Kroton e Estácio. Essa primeira viu seu valor se multiplicar por mais de 8 vezes nos dez anos analisados, enquanto o da segunda se multiplicou por 0,7. Apesar da elevação inicial, a exceção fica por conta da Anima e a Ser, que perderam, respectivamente, 48% e 56% de seu valor desde a inauguração na bolsa, em 2013, por conta, entre outros fatores, da queda presenciada nesse mercado em 2014.

Gráfico XXIX: Valor de Mercado de Empresas Seleccionadas (a preços de dezembro de 2016, IPCA) (2007-2016)



Fonte: Plataforma Economatica

Ainda que essa breve análise não torne possível maiores afirmações ou conclusões¹¹¹, esses diversos dados e indicadores nos permite apontar a existência de um forte *boom* ocorrido nesse setor de educação privada. Não apenas houve uma expansão muito significativa de todos os itens apresentados para a maior parte das empresas, como esses demonstraram um grau relativo de flutuação. Isso corrobora a grande transformação pela qual esse mercado passou nos últimos anos. A análise dos dados integrados das quadro empresas, mas, especialmente da Kroton e da Estácio, parece mostrar os impactos que tanto o PROUNI quanto o FIES tiveram nesse processo.

Após 2010, é nítida a aceleração de todos os indicadores, apontando que a forte guinada do fundo estudantil teve aparente impacto sobre essas empresas, sendo esse um momento de maior expansão. Correlatamente, as alterações posteriores do programa, especialmente depois de 2014, também indicam efeito semelhante, porém em sentido contrário, o que fica claro na forte retração observada no período seguinte.

¹¹¹ Essas requereriam uma análise muito mais abrangente e minuciosa, que buscasse separar os diversos efeitos de causa e consequência, conjuntamente de outros fatores externos. Isso, no entanto, não compõe o objetivo do presente trabalho.

Considerações Finais do Capítulo: Movimento Duplo de Financeirização

O processo de financeirização do sistema da educação superior se apresenta como realidade quando avaliado em sua totalidade, tanto no que diz respeito a possibilidade de início do curso, permanência e endividamento dos estudantes, quanto na composição das novas empresas do setor. Essas características se revelam no histórico dessas transformações.

Partindo de um beneficiamento recorrente das instituições privadas, que desde décadas passadas já contavam com isenções e imunidades tributárias, chega-se ao final dos anos 90 em pleno ritmo de expansão. Essa, claramente excessiva, deságua em uma pressão das entidades educacionais por auxílio governamental direto. Ciente da importância das instituições privadas para o acesso da população mais pobre, o governo Lula coloca em andamento um projeto que visa, ao mesmo tempo, atender ao pedido de ajuda da iniciativa privada e buscar maior acesso ao ensino superior. É desse contexto que emerge o PROUNI, que, como demonstrado, foi efetivo na realização de sua proposta.

Não obstante, apesar desse sucesso, o próprio governo parece reconhecer a sua ainda insuficiência em termos de ampliação de acesso. A resposta acaba surgindo no fortalecimento do crédito estudantil governamental, agora repaginado para se tornar um instrumento de *inclusão social*. Ao ampliar o acesso à educação superior privada de alunos originalmente sem renda para consegui-lo, o governo Lula, e posteriormente Dilma, novamente encontra uma forma de incentivar o mercado e ampliar o acesso. O FIES emerge assim como um novo pilar da política educacional de ensino superior desses governos, ganhando, em pouco tempo, papel de protagonista.

Vistos pelo prisma do processo de financeirização apontado nos capítulos I e II, esses acontecimentos se apresentam como parte de um fenômeno mais amplo. Do lado das famílias, destaca-se a financeirização do *dia a dia*. Essa ocorre através da expansão do FIES, que torna o endividamento um elemento central na obtenção de um diploma de ensino superior. As finanças ganham um papel renovado dentro da realidade de um número substantivo de estudantes recém-admitidos, criando, ainda no início de suas vidas produtivas, uma dívida que precisará ser quitada não apenas com esforço, mas também com a sorte de obter um emprego de qualidade e remuneração compatível. Disso surge a previamente citada *nova subjetivação contável e financeira*, tornando os alunos *investidores de si mesmos* [DARDOT; LAVAL, 2009 (2016)].

Quanto as grandes empresas desse mercado, a análise permite visualizar que tanto as características dessa expansão, auxiliada inicialmente pelo PROUNI e em segundo momento por um FIES reformulado, quanto seus resultados contábeis e financeiros, corroboram a tese de que teria ocorrido um processo de financeirização desse setor. Como apontado, não apenas em termos de práticas corporativas e de governança, que resultaram em uma forte valorização acionária e rápida expansão da lucratividade, mas também por seu aparente caráter especulativo, típico da financeirização¹¹². Essa acaba por tornar essa área, originalmente pautada na ideia de propulsora do desenvolvimento nacional, ao fornecer a mão de obra necessária a expansão da indústria e para serviços de alta complexidade, em instrumento de mercantilização de um ensino de caráter mais “pasteurizado”.

¹¹² Outros autores, como Lavinias (2017b), Filho e Chaves (2017) e Carvalho (2017a), também já haviam constado a financeirização da educação superior privada no segundo sentido aqui abordado.

Considerações Finais

Fenômeno complexo, a financeirização possui diversos *sentidos* pelos quais pode ser observada e analisada. Vista como um novo regime de acumulação, coloca-se no papel de sucessora de um sistema no qual a produção industrial era elemento dominante. Essa dá lugar ao setor financeiro, antes mais fortemente regulamentado e subordinado, adquirindo importância renovada em um capitalismo liderado pelas finanças. Destacam-se as mudanças na dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional, que levariam ao surgimento e fortalecimento de diversos novos instrumentos financeiros, especialmente derivativos, e a elevação da desigualdade.

Outra faceta desse fenômeno, mais focada no *ethos* corporativo, é a valorização acionária como guia principal do comportamento das empresas. Os acionistas passam a ter maior influência dentro da lógica de funcionamento das corporações, pautando ações de mercado mais agressivas e focadas em ganhos muitas vezes de natureza especulativa e de curto prazo. Essa perde, assim, força como unidade produtora, abrindo espaço para maiores lucros de outra natureza.

Seus efeitos sobre a vida da sociedade também são notáveis. Especialmente nos países ricos, o cotidiano de parte considerável da população se vê sob maior influência do mercado financeiro. Esse incorpora novas esferas de “*cidadãos investidores*”, de classe média e pobres, em uma verdadeira “*democratização das finanças*”. Para muitos desses indivíduos, a vida se torna um “*ativo a ser administrativo*” com apoio e incentivo de um Estado de Bem-estar Social transfigurado e adaptado a essa nova fase do capitalismo.

Ainda que baseado no mesmo modelo observado nos países centrais, no Brasil a financeirização se reproduz com o protagonismo de elementos específicos. Aqui, partindo de uma “*financeirização dos preços*” ocorrida na década de 80 e fruto da grande crise inflacionária que assolou o país com a crise do regime militar, há a formação, nos anos 90, do fenômeno em nova base: elevadas taxas de juros. Essas, essenciais ao Plano Real, foram cristalizadas na economia brasileira através do “*tripé macroeconômico*”, permitindo a manutenção de ganhos altos com juros através de títulos da dívida pública, base de uma nova forma de rentismo. Mesmo com a ascensão ao poder de Lula e, posteriormente, Dilma, esse mecanismo se manteria em funcionamento, trazendo com ele novos elementos e tendências. Apesar de possuir características diversas do

governo anterior, a financeirização da economia brasileira mantém seu ritmo de crescimento com o aumento da esfera financeira, superior à do setor produtivo.

Em meio ao novo cenário nacional, um importante *sentido* da financeirização ganha, progressivamente, maior destaque: a da vida cotidiana, com a provisão social se tornando *instrumento* de avanço da esfera financeira. Assim, o governo obtém papel ampliado de destaque, incentivando, por mecanismos diversos, uma maior importância do sistema de crédito e do sistema financeiro na vida de uma população antes excluída dessas transformações. A forte expansão do crédito observada nesse período, notavelmente para consumo de bens e serviços, tem como base inovações financeiras estimuladas pelo próprio governo, em especial o crédito consignado e a *colateralização* da política social, cujas esferas passaram a sofrer influência do fenômeno, com destaque para a saúde, habitação e educação. Portanto, seu efeito deixa de ocorrer apenas através dos canais de endividamento, mas também na própria forma de evolução dessas áreas, agora com características financeirizadas.

É desse último setor, a educação, que advém um dos exemplos mais claros dos efeitos do processo de financeirização da economia brasileira, especialmente na educação superior lucrativa de capital aberto. De um lado, observa-se maior endividamento das famílias através de um crédito subsidiado pelo governo, o FIES, na busca por um maior grau de formação educacional, em IES privadas de todas as categorias administrativas. Beneficiando milhares de estudantes, em nível significativamente superior ao do CREDUC, esse programa de financiamento ganha inicialmente maior destaque no governo Lula, que o transforma em mecanismo de inclusão de uma população anteriormente impossibilitada de cursar um ensino superior. Caberia ao governo Dilma, alguns anos depois, realizar uma reforma expansiva, ampliando grandemente esse alcance, que, em seu ápice (2015), atinge quase 2 milhões de estudantes, com um custo total estimado de mais de 20 bilhões de reais.

De outro lado, há a presença de grandes conglomerados educacionais com atitudes de mercado altamente agressivas e pautados por uma valorização acionária constante, relegando a sua atividade fundadora a um segundo plano e auxiliados diretamente pelo Estado através do PROUNI. Com a criação do programa no governo Lula, em 2005, visando, além de expandir a presença de alunos de baixa renda no ensino superior, auxiliar na crise instalada no setor, acabou-se por beneficiar e incentivar a expansão dos grandes conglomerados da área. Em ritmo moderado de

expansão, esse chegou a alcançar 7% de todos os alunos da rede privada em 2016, entre bolsas parciais e integrais, representando uma despesa financeira de quase 600 milhões de reais em desonerações.

Em conjunto, essa dupla de incentivos atingiria mais de 2 milhões de alunos em 2015, ou, aproximadamente, 44% de todos os matriculados na graduação presencial do sistema privado de ensino superior. Favorecidas por essas políticas públicas e por um cenário de bonança econômica, as grandes empresas do setor dariam início a um ritmo agressivo de expansão, com fusões e aquisições constantes, seguidas pela entrada na bolsa dos quatro grandes *players* do mercado nacional: Kroton S.A., Estácio Participações S.A., Ser Educacional S.A. e Anima Educação S.A.. Unidas em suas práticas, essas corporações adotariam características típicas de empresas *financeirizadas*, o que se refletiria em seu *benchmark* na bolsa de valores brasileira e na oscilação, com expansão, de seus diversos índices e indicadores de mercado.

Assim, é possível apontar a ocorrência da financeirização no sistema privado de ensino superior brasileiro através, principalmente, de dois dos *sentidos* apresentados nos primeiros capítulos. Em relação à *financeirização da vida cotidiana*, a crescente expansão do FIES torna o endividamento um elemento central na obtenção de um diploma de ensino superior, com um papel fundamental das finanças na realidade de estudantes recém-admitidos. Isso acaba por internalizar uma "*subjetivação contábil e financeira*", na qual suas vidas se tornam um "*ativo a ser administrado*".

Da nova atitude das corporações do setor, expõe-se um "*ethos corporativo*" renovado. Esse pode ser visualizado no rápido e agressivo crescimento dessas empresas, que, valendo-se de aportes de grandes fundos de *private equity*, adotam posturas especulativas focadas na valorização de suas ações e ativos, atitudes possivelmente ditadas por inclinações predatórias de seus acionistas. Ao mesmo tempo, deixam a preocupação com a sua atividade nascente, a oferta de ensino de qualidade, resultado de uma construção de médio e longo prazo, para uma atitude *curto-prazista*, típica da previamente mencionada "*corporação dispensável*".

No entanto, é possível que essa evolução de um setor tão vital não só para o bem-estar da população, mas igualmente para um desenvolvimento sustentável e de longo prazo do país, para a *superação da barreira do subdesenvolvimento* (FURTADO, 1974; 1992), também possa ser vista

como a representação de outro *sentido* aqui apresentado de financeirização: um novo regime de acumulação¹¹³. Esse poderia ser visualizado na evolução de um modelo que privilegia uma ideia de educação como mera mercadoria, como meio de valorização acionária, e não *insumo para o desenvolvimento*. Ou seja, um possível resultado do enfraquecimento relativo do setor produtivo da economia vis-à-vis o financeiro, característica marcante do capitalismo dominado pelas finanças.

Não há perspectivas em nível mundial de uma retração do fenômeno da financeirização. Ainda que a economia global esteja em constantes transformações, o que se observa é uma expansão progressiva das finanças, sem que nenhum Estado nacional tenha a iniciativa, ou mesmo se veja capaz, de frear essa evolução. O caso brasileiro parece seguir esse mesmo movimento, ainda que possíveis mudanças em âmbito local possam estar alterando características específicas do processo, como a recente redução das taxas de juros reais e mudanças políticas significativas. Não obstante, o cenário atual permanece muito incerto e turvo para que sejam feitas qualquer tipo de previsão.

No caso da educação superior, o que se observa, até o momento, é um esgotamento do uso do FIES como instrumento de expansão desse mercado, especialmente pelo seu alto custo, que, como demonstrado, atingiu pico elevadíssimo em anos recentes. As próprias empresas já buscam alternativas ao sistema de crédito subsidiado pelo governo, ao mesmo tempo em que surgem sugestões de reformas que tornem possível uma redução do custo com educação superior pública, em prol de um sistema mais robusto e amplo de financiamento estudantil (BANCO MUNDIAL, 2017). No entanto, após crescer de forma tão intensa, as grandes empresas do mercado educacional, especialmente a Kroton, adquiriram capacidade financeira suficiente para ampliar seu escopo de atuação para fora da educação superior e com menor subsídio governamental, indo em direção à educação básica, em uma aparente tentativa de manter seus acionistas constantemente satisfeitos com retornos de curto prazo (ANTUNES, 2018).

De modo geral, todo esse cenário confuso e complexo torna necessário um maior estudo de boa parte dos pontos aqui apresentados. É preciso investigar os outros mecanismos pelos quais a financeirização atua sobre a economia brasileira, constatando com mais precisão efeitos negativos

¹¹³ A confirmação dessa suposição, no entanto, dependeria de um estudo profundo e abrangente relativo a *padrões de desenvolvimento*, o que não compõe o objetivo desse trabalho.

e possivelmente positivos do processo. Mais do que isso, uma pesquisa contínua sobre seus impactos nas diversas esferas da política social precisa ser realizada, tendo como objetivo englobar toda a diversidade de estudos dessa área.

No que diz respeito à provisão social, é impossível negar os avanços observados nos últimos anos. Especificamente, a ampliação do acesso ao ensino superior por parte de uma população antes excluída não pode ser tratada como pouco significativa. No entanto, faz-se mister uma visão crítica dessas transformações, apontando, como se buscou realizar nesse trabalho, suas reais dimensões e resultados, com efeitos para o bem-estar da população e toda a economia. Mais do que isso, é necessário pensar nas alternativas possíveis, tanto do ponto de vista econômico quanto político.

Um maior debate em torno dos pontos benéficos e prejudiciais de um modelo de educação superior pautado em uma permanência por endividamento e uma expansão por benefício público precisa ser colocado em destaque. Para isso é necessário expor os efeitos reais que uma visão da educação como mercadoria tem para o bem-estar, não apenas de alguns indivíduos, mas de toda a sociedade. Assim, são fundamentais pesquisas que permitam comparar os modelos públicos e privados de acordo com questões de eficiência, equidade e desenvolvimento.

Dentro desse escopo, apesar de representar um grande desafio em termos metodológicos e de obtenção de dados, um estudo aprofundado sobre os reais custos totais do governo com o subsídio ao ensino superior privado, comparativamente com os valores despendidos com ao de uma hipotética expansão da educação superior pública, mostra-se muito necessário. Esse permitiria a fomentação de um debate acerca do melhor direcionamento dos gastos públicos com educação, assim como o uso mais racional desses recursos, trazendo consigo uma permanente visão de ensino voltada primariamente ao desenvolvimento nacional e a ampliação do bem-estar de toda população.

Partindo de uma tentativa de melhor compreensão da realidade presente, esse trabalho procurou reduzir as brumas que dificultam a real visualização de fenômenos ainda em andamento, ou, seguindo o conselho de Furtado (2013, p. 48), “(c)ompreender melhor o mundo para agir sobre ele com mais eficácia. Isso significa que os fins últimos devem estar sempre presentes no espírito”. Espera-se, assim, que ele tenha sido capaz de contribuir para uma maior reflexão das questões que o modelo financeirizado fez surgir, tanto de forma geral, quanto, especialmente, no sistema educacional de ensino superior.

Referências Bibliográficas

Bibliografia Citada

AGLIETTA, M. *Macroeconomia Financeira*. Editora Loyola, 1995 [2004].

ALMEIDA, W. *Ampliação do acesso ao ensino superior privado lucrativo brasileiro: um estudo sociológico com bolsistas do Prouni na cidade de São Paulo*. Tese (Doutorado em Sociologia) - FFLCH/USP, 2012.

ARRIGHI, G. *O Longo Século XX*, Contraponto, 1994 [2006].

BANCO MUNDIAL. *Um ajuste justo: Análise da eficiência e equidade do gasto público no Brasil*. Grupo Banco Mundial, v. I, 2017.

BARBOSA, N.; PEREIRA, S. J. A. A Inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. in SADER, E; GARCIA, M.A. (orgs) *Brasil entre o Passado e o Futuro*. São Paulo: Boitempo Ed. Perseu Abramo, 2010.

BARR, N. *Welfare State as Piggy Bank: Information, Risk, Uncertainty, and the Role of the State*. Oxford University Press, 1998.

BASTOS, P. Financeirização, crise, educação. *Texto para Discussão*, nº 217, Instituto de Economia da UNICAMP, 2013.

BELLUZZO; ALMEIDA. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, v.4, n.4, fev. 1990.

BLACKBURN, R. Finance and the Fourth Dimension. *New Left Review*, 39, 39-70, 2006.

BOYER, R. *The Regulation School: A Critical Introduction*. Columbia University Press New York, 1990.

BRAGA, J. C. “Qual conceito de financeirização compreende o capitalismo contemporâneo”, in: *Barroso, Aloísio Sérgio and Souza, Renildo (eds.), A grande crise capitalista global 2007-2013: gênese, conexões e tendências*, São Paulo: Anita Garibaldi, 85-110, 2013.

_____. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. *Revista de Estudos Avançados*. São Paulo, v.23,n.65, jan/abr. 2009.

_____. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia (UNICAMP), Campinas, 1985.

_____. *Crescimento Econômico, Mudanças Estruturais e Distribuição: as Transformações do Regime de Acumulação no Brasil - uma análise regulacionista*. Tese de Doutorado École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS) e Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), 2005.

BRUNO, M. Financeirização e Crescimento Econômico: o caso do Brasil. *ComCiência* (UNICAMP), Campinas, SP, 10 maio 2011.

_____. Financiarisation et Accumulation du Capital Productif au Brésil: Les Obstacles Macro-Économiques à une Croissance Soutenue. *Revue Tiers-Monde*, v. 189, p. 65–92, 2007.

_____. Transição Demográfica e Regime de Acumulação Financeirizado no Brasil: Bônus ou Ônus para a Previdência Social. In: *Eduardo Fagnani; Wilnês Henrique; Clemente Ganz Lúcio. (Org.). Previdência Social: Como Incluir os Excluídos Uma Agenda Voltada para o Desenvolvimento Econômico com Distribuição de Renda*. São Paulo - SP: LTR Editora LTDA., v. 4, p. 204-220, 2008.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: Metodologia de Construção e Aplicação ao Caso do Brasil. In *População, Espaço e Sustentabilidade – Contribuições para o Desenvolvimento do Brasil*, ed. Miguel Bruno. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE)/IBGE, 2015.

_____. Regime de acumulação à dominante financeira no Brasil: uma análise regulacionista. In: *Terrence McDonough; Michael Reich; David M. Kotz; Maria-Alejandra Gonzalez-Perez. (Org.). Growth and Crisis: Social Structure of Accumulation Theory and Analysis*. Galway: Centre for Innovation & Structural Change, 2006.

BRUNO, M.; ARAUJO, E. ; PIMENTEL, D. Financialization Against Industrialization: A Regulationist Approach of the Brazilian Paradox. *Revue de la Regulation: capitalisme, institutions, pouvoirs*, v. 11, p. 1-39, 2012.

BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAÚJO, E.; REIS, A.; RUBENS, M. “Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas”, *Texto para Discussão*, IPEA, 2009.

CABRAL, J. Das LBC às LFT: persiste uma política passiva. *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 42, n. 5, p. 97-99, mai. 1988.

CARNEIRO, R. Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina. *Serie Macroeconomía del desarrollo*, nº 117, CEPAL, 2012.

_____. *Desenvolvimento em Crise: A economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo, Editora UNESP, 2002.

_____. Navegando a contravento. *Texto para Discussão*. IE-UNICAMP, Campinas, n. 289, 2017.

CARNEIRO, R., ROSSI, P., MELLO, G. CHILIATTO-LEITE, M. V. The Fourth Dimension: Derivatives and Financial Dominance. *Review of Radical Political Economics*. Vol 47, Issue 4, pp. 641-662, 2015.

CARVALHO, C. H. A.; LOPREATO, F. Finanças Públicas, Renúncia Fiscal e o PROUNI no Governo Lula. *Impulso (Piracicaba)*, Piracicaba, v. 16, n. 40, p. 93-104, 2005.

CARVALHO, C. H. A. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado. *Revista Brasileira de Educação*. v. 18, nº 54, p. 761- 801, 2013.

_____. *A política pública para a educação superior no Brasil (1995-2008): ruptura e/ou continuidade?*. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, SP, 2011.

_____. Capital Concentration and Financialization In Brazilian Private Higher Education. *Academia*, v. 10, p. 56-78, 2017a.

_____. Educação Superior Privada no Brasil: Concentração de Mercado e Financeirização em Simbiose. in CHAVES, J.; AMARAL, N. (org.). *Políticas de Financiamento da Educação Superior num Contexto de Crise*. Editora Mercado de Letras, 2017b.

_____. Política para a educação superior no governo Lula: expansão e financiamento. *Rev. Inst. Estud. Bras.*, São Paulo, n. 58, p. 209-244, 2014.

CASTELLANO, N.; BRIDI, V. Do crédito público ao crédito privado: políticas de financiamento estudantil no Brasil. *Mimeo*, 2017

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

CASTRO, J.; CARDOSO JÚNIOR., J. Políticas Sociais no Brasil: Gasto Social do Governo Federal de 1988 a 2002. in *A questão social e as políticas sociais no Brasil contemporâneo*. Brasília, IPEA, 2005.

CGU. *Relatório de Auditoria Anual de Contas. Unidade Auditada: FIES*. Controladoria Geral da União, 2017. Disponível em <https://auditoria.cgu.gov.br/download/10477.pdf> (acesso março de 2018)

CHAVES, V. Financeirização e Expansão do Ensino Superior Privado-mercantil no Brasil. *FORGES*, 2016.

_____. *A Finança Mundializada*. Boitempo editorial. São Paulo, 2005.

_____. Mundialização: o capital financeiro no comando. *Revista Outubro*, Edição 5, 2001.

CHICOSKI, D. Aspectos da Financeirização da Economia Brasileira. *Revista Pesquisa & Debate*. São Paulo, vol. 27, nº 1 (49), Mar 2016.

CORRÊA, M., LEMOS, P., FEIJÓ, C. Financeirização, Empresas não Financeiras e o Ciclo Econômico Recente da Economia Brasileira. *ANPEC/SUL*, 2017.

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. In *Epstein, Gerald A. (ed.), Financialization and the World Economy*, 2005.

CROUCH, C. Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime. *The British Journal of Politics and International Relations*, 11, 382–399, 2009.

_____. *The Strange Non-Death of Neoliberalism*. Cambridge, Polity Press. Cap. 5, 2011.

CRUZ, M. *Thorstein Veblen: o teórico da economia moderna*. Edição Digital, 2014. Disponível em <http://www.corecon-rj.org.br/anexos/C6CA36E075977D806AB2A8FC4B5EF6C4.pdf> (acesso março de 2018)

CUNHA, L. Entrevista. *Caros Amigos*, Edição Especial Ensino Superior, n. 9, novembro 2001.

DARDOT, P.; LAVAL, C. *A Nova Razão do Mundo*. Editora Boitempo, 2009 [2016].

DE CONTI, B.; BIANCARELLI, A.; ROSSI, P. Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minsky approach. Campinas: IE/Unicamp, mimeo, 2013.

DUARTE, I.; MELLO, J. Student Loans Impacts on Tuition Costs - Consequences of FIES. *Working Paper*, LACER-LACEA, 2015.

DUENHAUPT, P. Financialization and the rentier income share evidence from the USA and Germany. *International Review of Applied Economics*, vol 26, no 4, pp. 465-87, 2012.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*. Cambridge and London: Harvard University Press. 2004.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. *Texto para Discussão*. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, 2017.

DYMSKI, G. Exclusão e eficiência: a transformação global do core banking, um estudo de caso sobre o Brasil, in: *Paula, Luiz Fernando de and Oreiro, Jose Luis (eds.), Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*, Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 255-283, 2007.

ENGELEN, E. The Case for Financialization. *Competition & Change*, 12, 111–119, 2008.

EPSTEIN, G. Introduction: Financialization and the World Economy. In *Epstein, Gerald A. (ed.), Financialization and the World Economy*, 2005.

ERTURK, I., J. FROUD, S. JOHAL, A. LEAVER; K. WILLIAMS, *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*. London: Routledge, 2008.

_____. Against Agency: A Positional Critique, *Economy and Society*, 36, 51–77, 2007.

FERRAZ, C. *Crédito, Exclusão Financeira e Acesso à Moradia: Um Estudo sobre Financiamento Habitacional no Brasil e o Programa Minha Casa Minha Vida*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, 2011.

FILHO, J.; CHAVES, V. O Financiamento Estudantil (FIES) e as Implicações na Financeirização de Grupos Educacionais. in CHAVES, J.; AMARAL, N. (org.). *Políticas de Financiamento da Educação Superior num Contexto de Crise*. Editora Mercado de Letras, 2017.

FINE, B.; SAAD-FILHO, A. 13 Things about Neoliberalism. *Critical Sociology*, Vol 43, Issue 4-5, pp. 685 – 706, 2016.

_____. Towards a Material Culture of Financialization. *FESSUD Working Paper Series 15*, 2013.

FINLAYSON, A. Financialisation, Financial Literacy and Asset-Based Welfare. *British Journal of Politics and International Relations*, vol 11, no 3, pp. 400-21. 2009.

FIX, M. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 2011.

FRASER, N. Can societies be commodities all the way down? Polanyian reflections on capitalist crisis. *Working Paper*, nº 18, Fondation Maison des Sciences de l’homme, 2012.

FULLWILER, S.; KELTON, S.; RUETSCHLIN, C.; STEINBAUM, M. The Macroeconomic Effects of Student Debt Cancellation. *Student Debt Cancellation Report 2018*, Levy Economics Institute, 2018.

FURTADO, C. *Essencial Celso Furtado*. Companhia das Letras, 2013.

_____. *O mito do desenvolvimento econômico*. Vol. 4. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1974.

_____. O subdesenvolvimento revisitado. *Economia e Sociedade*, v. 1, agosto, p. 5-19, 1992.

GAMA, V. *Programas de financiamento estudantil – Democratização do acesso ao ensino superior no Brasil*. Monografia (Graduação em Economia) - IE/UFRJ, setembro 2010.

GIMENEZ, D. M. *A questão social e os limites do projeto liberal no Brasil*. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 2007.

GOLDSTEIN, J. "Introduction: The Political Economy of Financialization". *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, nº 4, pp. 453-57, 2009.

HEIN, E.; MUNDT, M. Financialization, the Financial and Economic Crisis, and the Requirements and Potentials for Wage-led Recovery. In *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, ed. Marc Lavoie and Engelbert Stockhammer, 13–39. New York: Palgrave Macmillan, 2014.

HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. *Economia e Sociedade*, v. 19, nº 2, p. 257-290, 2010.

HILFERDING, R. *Finance Capital*. Routledge & Kegan Paul. 1910 [1981].

IPEA. *Boletim de Políticas Sociais. Acompanhamento e Análise*. nº 16. Brasília, nov. de 2008.

KAMINSKY, G. The Center and the Periphery: Two Hundred Years of International Borrowing Cycles. *NBER Working Paper*, nº 23975, 2017.

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

KERSTENETZKY, C. L. Sobre a “crise” do estado de bem-estar: retração, transformação fáustica ou o quê? Rio de Janeiro: *Revista de Ciências Sociais*, v. 55, nº 2, 2012.

KLINK, J.,; DENALDI, R. (2014) On financialization and state spatial fixes in Brazil: A geographical and historical interpretation of the housing program My House My Life. *Habitat International*, v. 44, p. 220-226, 2014.

KOHLER, K.; GUSCHANSKI, A.; STOCKHAMMER, E. How Does Financialisation Affect Functional Income Distribution? A Theoretical Clarification and Empirical Assessment. *Economics Discussion Papers*, Kingston University London, 2015-5, 2015.

KRIPPNER, G. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge: Harvard University Press, 2011.

_____. G. The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, p. 173–208, 2005.

LAGO, L. A Retomada do Crescimento e as Distorções do "Milagre": 1937-1973. In *A Ordem do Progresso*. Editora Campus, 1989.

LAVINAS, L. 21st Century Welfare. *New Left Review*, v. 84 nov dec, 2013.

_____. A Financeirização da Política Social: O Caso Brasileiro. *Politika* 2, p. 35–51, 2015a.

_____. Bolsa-família e bolsa-banco: a financeirização do social. *Insight Inteligência*, v. 18, n. 70, p. 69-72, 2015b.

_____. Brasil 2000: Mais Consumo, Pouca Redistribuição. In *Brasil, Sociedade em Movimento*, ed. Pedro Souza, p. 93–102. São Paulo: Paz e Terra e Centro Internacional Celso Furtado, 2015c.

_____. Os desafios da financeirização para os sistemas de proteção social. *in* RODRIGUEZ, P.; SANTOS, I. (org.), *Políticas e riscos sociais no Brasil e na Europa: convergências e divergências*. 2. ed., rev., ampl., Rio de Janeiro: Cebes; São Paulo: Hucitec Editora, 2017a.

_____. *The Takeover of Social Policy by Financialization: The Brazilian Paradox*. Palgrave Macmillan US, 2017b.

LAVOIE, M., STOCKHAMMER, E. Wage-Led Growth: Concept, Theories and Policies. In *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, ed. Marc Lavoie and Engelbert Stockhammer, 13–39. New York: Palgrave Macmillan, 2013.

LAZONICK; O’SULLIVAN. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, v. 29, n° I, p. 13-35, 2000.

LAZZARATO, M. *The Making of the Indebted Man: An essay on the neoliberal condition*. Semiotext(e) Interventions Series, 2012.

LEE, R., G.; CLARK, J.; POLLARD A.; LEYSHON, A. The Remit of Financial Geography before and after the Crisis. *Journal of Economic Geography*, vol 9, no 5, pp. 723-47, 2009.

LEYSHON, A.; THRIFT, N. The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism. *Theory, Culture & Society*, SAGE, Los Angeles, London, New Delhi, and Singapore, v. 24 (7–8), p. 97–115, 2007.

LOPREATO, F. L. C. Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil. *Mimeo*, 2017.

MADER, P. *The Political Economy of Microfinance: financializing poverty*. Palgrave Macmillan, 2015.

MARTIN, R. *Financialization of Daily Life*. Philadelphia, Temple University Press, 2002.

MARTINS, N.; FERRAZ, C. A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009. *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 269-289, jul.-dez. 2011

MARX, K. *O Capital*. Livro Terceiro. 2º ed., São Paulo: Nova Cultural, 1867 [1986].

MIDIALDEA, B. *Subdesarrollo, Capital Extranjero y Financiarización: la Trampa Financiera de la Economía Brasileña*. Tese de Doutorado em Economia Aplicada I, Universidad Complutense de Madrid, 2010.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *FIES: Diagnóstico e Propostas*. Ministério da Fazenda, Apresentação, 2017. Disponível em <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/76c79afe-6979-4492-ba4c-1bfc7ab51e10> (acesso em março de 2018).

_____. *Gasto social do governo central: 2001-2002*. Brasília: Ministério da Fazenda, 2013.

MINISTÉRIO DA FAZENDA; TESOURO NACIONAL; MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. *Diagnóstico FIES*. Ministério da Fazenda, Junho de 2017. Disponível em http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/arquivos/2017/diagnosticofies_junho2017.pdf (acesso em março de 2018).

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, 1986.

_____. The Financial Instability Hypothesis. *Levy Economics Institute Working Paper*, nº 74, 1992.

MIRANDA, B.; MATOS, C. Financeirização e Investimento Produtivo. *Revista Econômica*, v. 18, nº 2, dez. 2016.

MODENESI, A. *Regimes Monetários: a Teoria e a Experiência do Real*. Editora Manole, 2005.

NASCIMENTO, P. Crédito Educativo com amortizações contingentes à renda: uma alternativa para a reformulação do financiamento estudantil no Brasil. *Revista RADAR*, n. 41, out. de 2015.

OLIVEIRA, R. A transformação da educação em mercadoria no Brasil. *Educ. Soc.*, Campinas, v.30, n.108, p.739-760, 2009.

PALLEY, T. *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. London: Palgrave Macmillan, 2013.

POWELL, J. *Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and Its Non-financial Corporations*. Tese (Doutorado em Economia) - SOAS, London, 2013.

PRATES, D. M. *O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999 - 2012: especificidades e dilemas*. IPEA, Brasília, 2015.

QUEIROZ, V. Fundo de Financiamento Estudantil (FIES): Uma Nova Versão do CREDUC. *Universidade e Sociedade*, Ano XXIV, nº 55, fevereiro de 2015.

RAMOS, R. *Financialization and its Implications on the Determination of Exchange Rates of Emerging Market Economies*. Tese (Doutorado em Economia) - Université Paris 13/UNICAMP, 2016.

RECEITA FEDERAL. *Demonstrativos dos gastos governamentais indiretos de natureza tributária – 2013 (Gastos tributários)*. Brasília, 2013.

_____. *Demonstrativos dos gastos governamentais indiretos de natureza tributária – PLOA 2014 (Gastos tributários)*. Brasília: Secretária da Receita Federal, 2014.

_____. *Demonstrativos dos gastos governamentais indiretos de natureza tributária – (Gastos tributários). Estimativas Bases Efetivas Ano Calendário 2012 – Série 2010 a 2014*, Março 2015, 2014, 2013, 2012, 2011. Brasília: Secretária da Receita Federal, 2015.

_____. *Demonstrativos de execução orçamentárias: 2003-2014. Portal Orçamento (Siga Brasil)*. Brasília: Senado Federal, 2015.

REIS, L. Dívida Pública, Política Econômica e Financiamento das Universidades Federais nos Governos Lula e Dilma (2003-2014). in CHAVES, J.; AMARAL, N. (org.). *Políticas de Financiamento da Educação Superior num Contexto de Crise*. Editora Mercado de Letras, 2017.

RESENDE, A. L. Estabilização e Reforma. In “*A Ordem do Progresso*”. Editora Campus, 1989.

ROLNIK, R. Late Neoliberalism the Financialization of Homeownership and Housing Rights. *International Journal of Urban and Regional Research*, V. 37.3, 2013.

ROSSI, P. Taxa de Câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. *Revista de Economia Contemporânea*, 18(1), p. 84-98, 2014.

ROYER, L. *Financeirização da Política Habitacional: Limites e Perspectivas*. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – USP / Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, 2009.

SAMPAIO, H. Ensino Superior privado: inovação e reprodução no padrão de crescimento. Estudos. *Revista da Associação Brasileira de Mantenedores de Ensino Superior (ABMES)*, Ano 27, nº 39, 2009.

_____. O setor privado de ensino superior no Brasil: continuidades e transformações. *Revista Ensino Superior UNICAMP*, nº 4, 2011.

SANFELICI, D. Financeirização e a Produção do Espaço Urbano no Brasil. *EURE*, v. 39, nº 118, setembro, pp. 27-46, 2013.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. *IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)*, 2011.

SESTELO, J.; BAHIA, L. Renovação na dinâmica de acumulação primitiva dentro do sistema de saúde do Brasil: o caso QUALICORP. *2º Congresso Brasileiro de Política, Planejamento e Gestão em Saúde*, 2013.

SESTELO, J. *Planos e Seguros de Saúde no Brasil de 2000 a 2015 e a Dominância Financeira*. Tese (Doutorado em Saúde Coletiva) – Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

SHILLER, R. J. *The New Financial Order. Risk in the 21st. Century*. Princeton, 2003.

SINGER, A. *Os Sentidos do Lulismo: Reforma Gradual e Pacto Conservador*. Companhia das Letras, 2012.

STOCKHAMMER, E. Financialization, Income Distribution and the Crisis. *Investigacion Economica*, v. LXXI, nº 279, p. 39-70, 2012.

_____. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Working Paper Series*, nº 142. Political Economy Research Institute, UMASS, 2007.

_____. E. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Competition & Change*, v. 12, nº 2, p. 184–202, 2008.

_____. Wage Led-Growth. *Friedrich Ebert Stiftung – Social Europe*, nº 5, London: Kingston University, 2015.

STREECK, W. *Tempo Comprado: a Crise Adiada do Capitalismo Democrático*. Editora Actual, 2012.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. Capital Financeiro e empresa multinacional. *Temas de Ciências Humanas*, v. 9, p. 113-124, 1980.

TESOURO NACIONAL. *Gasto Social do Governo Central: 2002-2015*. Secretária do Tesouro Nacional, 2016.

TRIDICO, P. Financial Crisis and Global Imbalances: Its Labour Market Origins and the Aftermath, *Cambridge Journal of Economics*, vol 36, no 1, pp. 17-42, 2012.

UNCTAD. *Trade and Development Report, 2016*. United Nations, 2016.

_____. *Trade and Development Report, 2017*. United Nations, 2017.

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

WORLD BANK. *Brazil: Access to Financial Services*. Washington, DC: World Bank, 2005.

ZAREMBA, A. *The Financialization of Commodity Markets*. Palgrave Macmillan, 2015.

Bibliografia Consultada

AMITRANO, C. Regime de crescimento, restrição externa e financeirização: uma proposta de conciliação. *Texto para Discussão*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2011.

BORÇA JÚNIOR, G.; GUIMARÃES, D. Impacto do ciclo expansionista de crédito à pessoa física no desempenho da economia brasileira 2004-2013, in: *Revista do BNDES*, 43, 119-159, 2015.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, (13): 57-92, dez. 1999.

CARVALHO, C. H. A. *Reforma universitária e os mecanismos de incentivo a expansão do ensino superior privado no Brasil (1964-1984)*. Dissertação (Mestrado em Economia, Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, SP, 2002.

CHANG, K. Financialization of Poverty: Proletarianizing the Financial Crisis in Post-developmental Korea. *Risking Capitalism*, Volume 31, p. 109-134, 2016.

CHESNAIS, F. *Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump*. Brill, 2016.

DEDECCA, C. Trabalho, financeirização e desigualdade. *Texto para discussão*, n. 174, 2010.

ESPING-ANDERSON, G. *The Three Worlds of Welfare Capitalism*, Princeton, Princeton University Press, 1990.

GRANEMANN, S. Políticas Sociais e Financeirização dos Direitos do Trabalho. *Revista em Pauta*, nº 20, 2007.

PAULANI, L. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. *Revista de Economia Política*, v. 36, n. 3, p. 144, 2016.

RODRIGUES, J. *Os Empresários e a Educação Superior*. Editora Autores Associados, Campinas, SP, 2007.

ROSSI, P.; MELLO, G. Componentes macroeconômicos e estruturais da crise brasileira: o subdesenvolvimento revisitado. *Brazilian Keynesian Review*, v. 2, n. 2, p. 252-263, 2017.

SCIRÉ, C. Financeirização da pobreza: Crédito e endividamento no âmbito das práticas populares de consumo. *Revista Teoria & Pesquisa*, Vol. 20, Nº 1, 2011.

SGUISSARDI, V. Modelo de expansão da educação superior no Brasil: predomínio privado/mercantil e desafios para a regulação e a formação universitária. *Revista Educação & Sociedade*, n° 29, 2008.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, n° 5, 2004.

STREECK, W. Citizens as customers: considerations on the new politics of consumption. *New Left Review*, n. 76, p. 27-47, 2012.

_____. How Will Capitalism End?. *New Left Review*, n. 87, p. 35-64, 2014.

_____. The Politics of Public Debt. *MPIfG Discussion Paper*, n° 13/7, 2013.

_____. The Return of the Repressed, The return of the repressed. *New Left Review*, n. 104, p. 5-18, 2017.

Legislação, Decretos, Leis e Medidas Provisórias

ANS. Resolução normativa n° 196, de 14 de julho de 2009. *Dispõe sobre a Administradora de Benefícios*. 2009. Disponível em <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTQ1OQ> (acesso março de 2018)

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil*. 05 de outubro de 1988. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm (acesso março de 2018)

_____. Decreto n° 6.096, de 24 de abril de 2007. *Institui o Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais - REUNI*. Brasília, DF, 2007. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2007/decreto/d6096.htm (acesso março de 2018)

_____. Lei n° 10.260, de 12 junho de 2001. *Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao estudante do Ensino Superior e dá outras providências*. Brasília, DF, 2001. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10260.htm (acesso março de 2018)

_____. Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005. *Institui o Programa Universidade para Todos - PROUNI, regula a atuação de entidades beneficentes de assistência social no ensino superior; altera a Lei no 10.891, de 9 de julho de 2004, e dá outras providências*. Brasília, DF, 2005. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111096.htm (acesso março de 2018)

_____. Lei nº 11.552, de 19 de novembro de 2007. *Altera a Lei no 10.260, de 12 de julho de 2001, que dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – Fies*. Brasília, DF, 2007. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111552.htm (acesso março de 2018)

_____. Lei nº 12.202, de 14 de janeiro de 2010. *Altera a Lei no 10.260, de 12 de julho de 2001, que dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior - FIES (permite abatimento de saldo devedor do FIES aos profissionais do magistério público e médicos dos programas de saúde da família; utilização de débitos com o INSS como crédito do FIES pelas instituições de ensino; e dá outras providências)*. Brasília, DF, 2010. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/112202.htm (acesso março de 2018)

_____. Lei nº 4.024, de 20 de dezembro de 1961. *Fixa as Diretrizes e Bases da Educação Nacional*. Brasília, DF, 1961. Disponível em <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1960-1969/lei-4024-20-dezembro-1961-353722-publicacaooriginal-1-pl.html> (acesso março de 2018)

_____. Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. *Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências*. Brasília, DF, 1964. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14357.htm (acesso março de 2018)

_____. Medida provisória nº 1.827, de 27 de maio de 1999. *Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior e dá outras providências*. Brasília, DF, 1999. Disponível em <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/1999/medidaprovisoria-1827-27-maio-1999-378036-norma-pe.html> (acesso março de 2018)

Matérias de Jornais, Revistas e Agências de Notícias

ANTUNES, A. Kroton Educacional: ‘Em termos de educação pública nunca experimentamos um inimigo com uma força social tão concentrada como esse’. *Instituto Humanitas UNISINO*, 30 de abril de 2018. Disponível em <http://www.ihu.unisinos.br/78-noticias/578444-kroton-educacional-em-termos-de-educacao-publica-nunca-experimentamos-um-inimigo-com-uma-forca-social-cao-concentrada-como-esse> (acesso em maio de 2018)

BONFANTI, C.; FARIELLO; D. Novos gastos: serviços ganham espaço. *Jornal O Globo*, Rio de Janeiro, p. 17, 29 de setembro de 2014.

BRUNO, M. Financeirização e Pseudo-Independência dos Bancos Centrais. *Jornal Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 18 de junho de 2008.

CUNHA, J.; OLIVEIRA, F. Faculdades preparam demissões após corte em massa da Estácio. *Jornal Folha de São Paulo*, 17 de fevereiro de 2017. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/12/1943965-faculdades-preparam-demissoes-apos-corte-em-massa-da-estacio.shtml> (acesso abril de 2018)

ESTADÃO CONTEÚDO. Grupo SEB avaliará IPO em encontro com o Morgan Stanley. *Revista Exame*, 22 de janeiro de 2018. Disponível em <https://exame.abril.com.br/mercados/grupo-seb-avaliara-ipo-em-encontro-com-o-morgan-stanley/> (acesso março de 2018)

HELENE, O. Quanto ‘custa’ a USP? Quanto ‘custa’ um aluno na USP?. *Brasil Debate*, 01 de julho de 2016. Disponível em <http://brasildebate.com.br/quanto-custa-a-usp-quanto-custa-um-aluno-na-usp/> (acesso abril de 2018)

RENAUX, P. Desigualdade de renda atinge regiões, gêneros, cores e escolaridades. *Agência IBGE Notícias*, 29 de novembro de 2017. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/18377-desigualdade-de-renda-atinge-regioes-generos-cores-e-escolaridades.html> (acesso abril de 2018)

Sites Consultados

<http://estacioparticipacoes.com.br/>

<http://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/institucional/memoria/imposto-de-renda/legislacao/>

<http://inep.gov.br/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>

<http://ri.animaeducacao.com.br>

<http://sisfiesportal.mec.gov.br/>

<http://siteprouni.mec.gov.br/>

<http://www.inf.ufrgs.br/mec/ceeinf.sequencial.html>

<http://www.kroton.com.br/>

<https://www.sereducacional.com/perfil-institucional>