



CONSOLIDAÇÃO E APROFUNDAMENTO DO PODER ESTRUTURAL DO CAPITAL FINANCEIRO NO BRASIL: DO PLANO REAL AO TETO DE GASTOS

CONSOLIDATION AND DEEPENING OF THE STRUCTURAL POWER OF FINANCE CAPITAL IN BRAZIL: FROM THE REAL PLAN TO THE SPENDING CAP

DOI: 10.5281/zenodo.21365767



Gabriel Rolemberg¹
Alexis Toríbio Dantas²

RESUMO

A inserção periférica na quadra da financeirização da economia mundial envolve uma crônica dependência de fluxos de capitais especulativos para manter a estabilidade de câmbio e de preços. Quando configurada a saída de recursos, tal condição implica em restrições imediatas à autonomia das economias dependentes para a execução da política econômica e favorece a pressão política pela implementação de reformas institucionais que podem limitar ainda mais o raio de alcance das políticas fiscal, monetária e cambial. No presente trabalho, o poder estrutural do capital financeiro - como é conceituada essa dinâmica do ponto de vista dos interesses por ela contemplados - é analisado em seu momento de consolidação, no contexto do Plano Real e da crise cambial de 1999, e em seu posterior aprofundamento, na conjuntura da crise política e econômica dos governos Dilma, nos quais a saída de capitais e as desvalorizações cambiais resultaram em elevação de preços, altas da taxa de juros e, como resultado do aperto macroeconômico e da ofensiva política e ideológica de representantes da alta finança internacional, desdobraram-se na implementação de novas formas institucionais que consolidaram ainda mais a posição do capital financeiro enquanto fração hegemônica no bloco no poder nacional: o tripé macroeconômico, no final da década de 1990, e a regra do teto de gastos, em 2016, a qual foi flexibilizada com o Novo Arcabouço Fiscal de 2023.

1 Doutor em Políticas Públicas e Formação Humana pelo PPFH-UERJ. Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF) e pesquisador do Núcleo de Estudos das Américas/NUCLEAS-UERJ.

2 Doutor em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (1999). Pós-doutorado pelo Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA), da Universidade de Varsóvia. Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas/Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Coordenador do Núcleo de Estudos das Américas/NUCLEAS-UERJ.

Revista *OWL Journal*, Campina Grande - PB, v. 4 n. 7 (2026) - ISSN 2965-2634

A Revista *OWL Journal* está licenciada com uma Licença Creative Commons Atribuição (CC BY)





Palavras-chave: Brasil; Capital financeiro; Plano Real; Política fiscal; Barreiras institucionais.

ABSTRACT

Peripheral integration into the global economy's financialization entails a chronic dependence on speculative capital flows to maintain exchange rate and price stability. When capital outflows occur, this condition imposes immediate constraints on dependent economies' autonomy in implementing economic policy and fosters political pressure for institutional reforms that may further limit the scope of fiscal, monetary, and exchange rate policies. This study analyzes the structural power of financial capital—a concept describing this dynamic from the perspective of the interests it serves—during its consolidation phase (amid the *Plano Real* and the 1999 currency crisis) and its subsequent deepening (during the political and economic crises of the Dilma administrations). In these latter instances, capital flight and currency devaluations led to rising prices and interest rates; furthermore, driven by macroeconomic tightening and the political-ideological offensive of international high-finance representatives, these events resulted in new institutional arrangements that further cemented financial capital's position as the hegemonic fraction within the national power bloc: specifically, the "macroeconomic tripod" of the late 1990s and the 2016 spending cap rule—the latter of which was subsequently relaxed under the 2023 New Fiscal Framework.

Keywords: Brazil; Financial capital; Real Plan; Fiscal policy; Institutional barriers.

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo busca realizar uma investigação em que se questiona como a arquitetura macroeconômica, os mecanismos de exercício do poder e a configuração institucional atual do Estado Brasileiro trabalham no sentido de amplificar a incidência política do capital financeiro, e em particular, do capital financeiro internacional, nos rumos não somente da política monetária, mas da política econômica brasileira de maneira geral.

Para tanto, nossa análise recorre ao conceito de *poder estrutural do capital financeiro* como chave teórica para apreender mecanismos de exercício de um poder de veto pela fração burguesa financeira (nacional e principalmente internacional) a políticas contrárias aos seus interesses. Argumenta-se que é possível visualizar tendências do passado recente da economia brasileira como manifestações desse poder de veto, assim como observar mudanças institucionais enquanto resultados do exercício desse poder que simultaneamente contribuem para consolidá-lo.





O artigo é dividido em três seções, além desta introdução. Na seção a seguir, discorreremos sobre o processo de financeirização da economia internacional que é determinante para o exercício do poder estrutural do capital financeiro e adentramos este último conceito – seu conteúdo e sua dinâmica, com foco em como ela se dá nos países periféricos. Na terceira seção, analisamos os momentos e determinantes mais importantes para a consolidação do poder estrutural do capital financeiro na formação econômico-social brasileira, ocorrida no contexto do Plano Real e da crise cambial de 1999. Na quarta seção, aborda-se um novo momento de retomada da ofensiva do capital financeiro internacional em meio ao fracasso da política econômica do primeiro governo Dilma (2011-2014) e do ajuste fiscal do segundo mandato Dilma (2015-2016). Para melhor percepção dos processos em curso, a seção é dividida em quatro partes: 1) política econômica dos governos Dilma; 2) fluxos de capitais e seus desdobramentos macroeconômicos; 3) ofensiva político-ideológica do capital financeiro internacional; 4) as regras fiscais do teto de gastos (2016) e, posteriormente, sua flexibilização com o Novo Arcabouço Fiscal (2023) como uma nova forma institucional do capital financeiro. Na quinta seção, conclui-se com uma síntese dos apontamentos desenvolvidos no trabalho.

2. FINANCEIRIZAÇÃO E PODER ESTRUTURAL DO CAPITAL FINANCEIRO

O fenômeno da financeirização pelo qual atravessa a economia mundial desde a década de 1970 –estritamente relacionado com a liberalização dos fluxos de capitais ocorrida desde então - está inserido no contexto de uma transformação mais abrangente na dinâmica da produção e reprodução capitalista, contemplando um conjunto de mudanças econômicas, geopolíticas, institucionais e sociais de grande envergadura, as quais constituem o pano de fundo sob o qual se movem os Estados nacionais em sua por vezes pretensa (embora nem sempre factível) soberania para a execução de políticas econômicas.

Alguns processos são dignos de nota para apreender aspectos essenciais dessa reconfiguração. A segmentação e realocação produtiva e a aceleração da monopolização nos





mais diversos ramos industriais, assim como as derrotas políticas das classes trabalhadoras de países centrais e periféricos promovidas com a ascensão de governos neoliberais, com a flexibilização e precarização do emprego, reduções salariais e aumento do desemprego e do subemprego, forneceram possibilidades de recuperação das taxas de lucro. Por outro lado, os avanços tecnológicos desenvolvidos nas comunicações e transportes ofereceram novas saídas para a multiplicação de transações financeiras e movimentações de capital e de mercadorias. Juntamente à derrota do campo socialista liderado pela União Soviética, esses processos ampliaram a escala de atuação capitalista para novos ramos, territórios e esferas de reprodução (OSORIO, 2019b; CARCANHOLO, 2011).

É inserido nessa nova dinâmica do capitalismo mundial que podemos observar a ascensão daquilo que François Chesnais denomina um “regime de acumulação financeirizado” (CHESNAIS, 2005; CHESNAIS, 2002). O resultado desse processo é a consolidação de um sistema financeiro hierarquizado e com lógicas de inserção diferenciadas de acordo com a posição dos países e regiões na economia internacional³. Nas economias capitalistas centrais, argumenta-se que o fenômeno da financeirização está associado estreitamente à reorganização de corporações multinacionais, as quais passaram a assumir novas práticas financeiras, recorrendo ao autofinanciamento do investimento e inserindo-se nos mercados financeiros através desses lucros acumulados, assim como à ampliação da escala de atuação de bancos e investidores institucionais, que centralizaram recursos financeiros no contexto da titulização de compromissos da dívida pública, das altas taxas de juros e da liberalização dos movimentos dos capitais da década de 1980 e diversificaram suas operações com a atuação nos mercados de ações e dividendos e com o estabelecimento de

3 A trajetória institucional que possibilitaria essas profundas mudanças na forma de acumulação do capital contou com o pontapé inicial do surgimento do mercado eurodólares em fins da década de 1950. Um marco institucional fundamental foi o encerramento da conversibilidade do dólar em ouro pelo governo estadunidense, em 1971, abrindo caminho para a adoção de regimes de câmbio flutuante e a retirada de mecanismos de controles de capital. Etapas posteriores desse processo envolveram a reciclagem de petrodólares nos anos 1970, no contexto dos choques do petróleo, a elevação das taxas de juros norte-americanas no final da década, a crise da dívida de países periféricos e a desregulamentação financeira e início da securitização de ativos em países centrais da década de 1980 e a aplicação das medidas de liberalização comercial e financeira, privatizações e abertura das contas de capitais das economias periféricas na década de 1990, sob o guarda-chuva do Consenso de Washington, entre outros processos.





movimento de empréstimos a famílias e indivíduos em busca de novas formas de lucro (LAPAVITSAS, 2009; RAPOSO, ALMEIDA FILHO e AMARAL, 2018; CHESNAIS, 2005).

Nos centros capitalistas, portanto, a financeirização foi impulsionada pela abertura do mercado de títulos da dívida pública, os quais seguem detendo grande importância, e se ampliou sobre os mercados acionários, os quais passam a ocupar a frente da cena financeirizada. Em contraste, as economias capitalistas dependentes detêm, via de regra, uma característica distintiva: desde o momento inicial de sua inserção no atual sistema financeiro, prevalece o mercado de obrigações como *locus* central de acumulação financeira. Esse aspecto decorre da forma subordinada de integração no atual sistema financeiro internacional com os processos de liberalização e deregulamentação dirigidos pelo FMI e Banco Mundial na década de 1990, mediante os quais se deu a abertura a fluxos de capital comandados por decisões tomadas nos centros financeiros internacionais para financiar a dívida externa e déficits em conta corrente. Esse processo resultou na formação de sistemas financeiros fortemente vulneráveis às flutuações externas. Tal dinâmica retroalimenta a necessidade de manutenção de elevadas taxas de juros para a atração de capitais externos, com implicações deletérias para os níveis internos de renda e emprego (AMARAL, 2012; CHESNAIS, 2005; PAULANI, 2008).

Por outro lado, o estabelecimento de um sistema financeiro internacional baseado na livre mobilidade de capitais vem sendo acompanhado de um deslocamento do *poder político* em favor de frações bancário-financeiras do capital em escala global (PAULY, 1995). Em diálogo com essa perspectiva, o problema no qual se insere o presente artigo se refere às implicações políticas desse “regime de acumulação” no Brasil.

Nesse artigo, argumentamos que a configuração particular engendrada pela forma como as economias latino-americanas - e a economia brasileira em particular – se inserem na “finança mundializada” (como a denomina Chesnais) implica em formas de exercício de poder político pelo capital financeiro internacional também particulares nesses países. Conforme entendemos, a situação criada a partir da ameaça da ocorrência ou efetiva fuga de capitais dessas economias, em que os Estados nacionais são colocados sob pressão por meios





macroeconômicos e institucionais, pode ser entendida sob o registro de um *poder de veto*, capaz de impedir a execução de políticas que contrariem os interesses da fração bancário-financeira do capital internacional e de disciplinar a política econômica em direção a medidas que atendam os mesmos. É a esse fenômeno que faz referência o conceito de *poder estrutural do capital financeiro*, elaborado pelo economista Pedro Paulo Zaluth Bastos (BASTOS, 2017). Aqui, tratamos teoricamente da dinâmica desse poder entendendo-a como constituída por dois momentos distintos, os quais serão, nas seções seguintes, observados empiricamente.

O primeiro momento do exercício desse poder decorre de situações de crise ou elevada instabilidade financeira por que passam as economias a ele sujeitas. Mais precisamente, está relacionado diretamente ao movimento de saída de capitais e suas implicações macroeconômicas. Podemos descrevê-lo, sinteticamente, da seguinte maneira: nas conjunturas em que se configura uma significativa evasão de capitais, seja quais forem as causas dessa evasão⁴, os governos dos países deles dependentes são postos diante de uma encruzilhada da qual não podem desviar-se completamente - ainda que detenham alguma margem de manobra⁵: o fluxo de capitais para o exterior, ao fragilizar as contas externas e/ou pressionar pela desvalorização da moeda doméstica dessas economias, induz as mesmas a uma ou mais das alternativas a seguir: 1) elevação das taxas de juros como recurso para conter a saída por meio da atração de capitais especulativos, os quais permitam reestabilizar a taxa de câmbio em meio a déficits nas outras contas do balanço de pagamentos; 2) até que a situação da conta financeira do balanço de pagamentos se estabilize, elevação dos preços internos com o aumento dos preços das importações e de produtos denominados em moeda forte e o aumento

4 Essa dinâmica pode ocorrer sem que necessariamente se verifique alguma intencionalidade política dos agentes por trás do movimento de capitais ou mesmo uma única causa específica para a sua saída - se decorrentes de variáveis internas ou externas, se estritamente econômicos ou relacionados a incertezas políticas ou a outras situações.

5 Bastos pondera que a extensão do poder do capital financeiro não é a mesma e sua desigualdade deve ser percebida mesmo entre economias pertencentes à periferia capitalista. Segundo o autor, essa extensão está determinada por dois critérios: 1) A posição do país na hierarquia de moedas, na medida em que países emissores de moedas que denominam ativos internacionais e são demandadas como reservas de valor ocupam posição privilegiada de maior autonomia; 2) A capacidade de acumulação de reservas cambiais como precaução contra contrações da liquidez internacional, a qual eleva relativamente a margem de manobra da política estatal;



dos passivos externos; 3) caso a situação externa não se resolva, o recurso a empréstimos externos, principalmente do FMI.

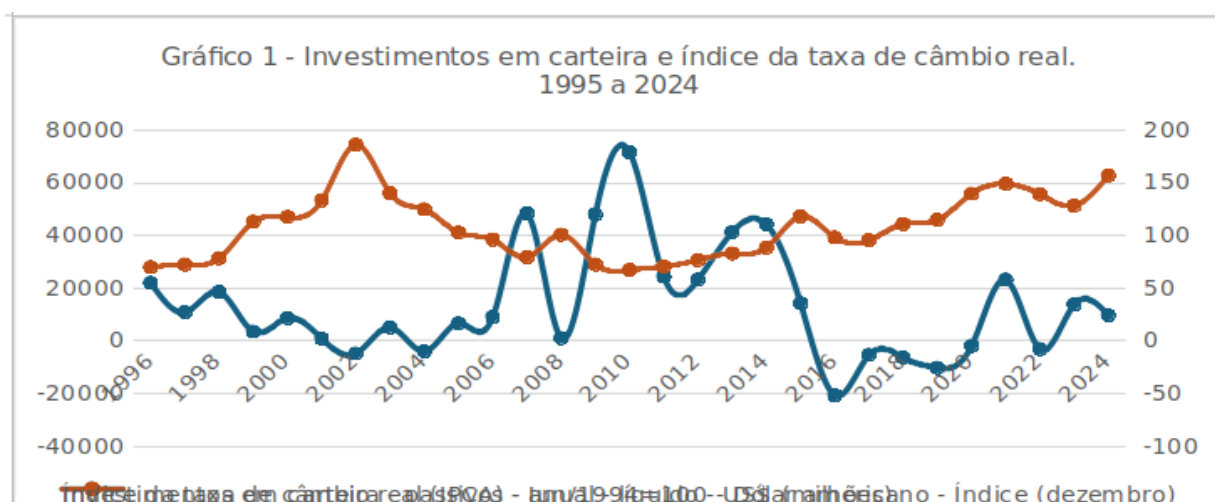
Todas as alternativas são acompanhadas de custos políticos e econômicos, na medida em que acarretam: 1) com a elevação das taxas de juros, a retração do nível do investimento, da renda e do emprego; e/ou 2) com a elevação dos preços, novas dificuldades para a importação de insumos produtivos importantes e perda de apoio político para os governos que implementam as medidas. Tal prejuízo político pode ocorrer tanto em relação à base popular de apoio dos governos que implementam tais medidas quanto de segmentos das classes dominantes afetados pela inflação; e/ou 3) com o recurso aos empréstimos do FMI, a realização de ajustes contracionistas como condição para a concessão dos mesmos.

Nos Gráficos 1 e 2, são apresentadas as dinâmicas dos fluxos de capital, variações cambiais, variações da taxa de juros e aumento dos preços nas últimas três décadas da economia brasileira. O Gráfico 1 expõe a estreita correlação entre variação cambial e fluxos de investimentos em portfólio⁶: há uma relação inversa entre ambos ao longo da trajetória histórica. O Gráfico 2 mostra o comportamento da taxa básica real de juros, da taxa de inflação medida pelo IPCA e da taxa de câmbio real. Como se pode observar, as altas cambiais, via de regra, são acompanhadas do aumento das variações no índice de preços e/ou da elevação da taxa de juros.

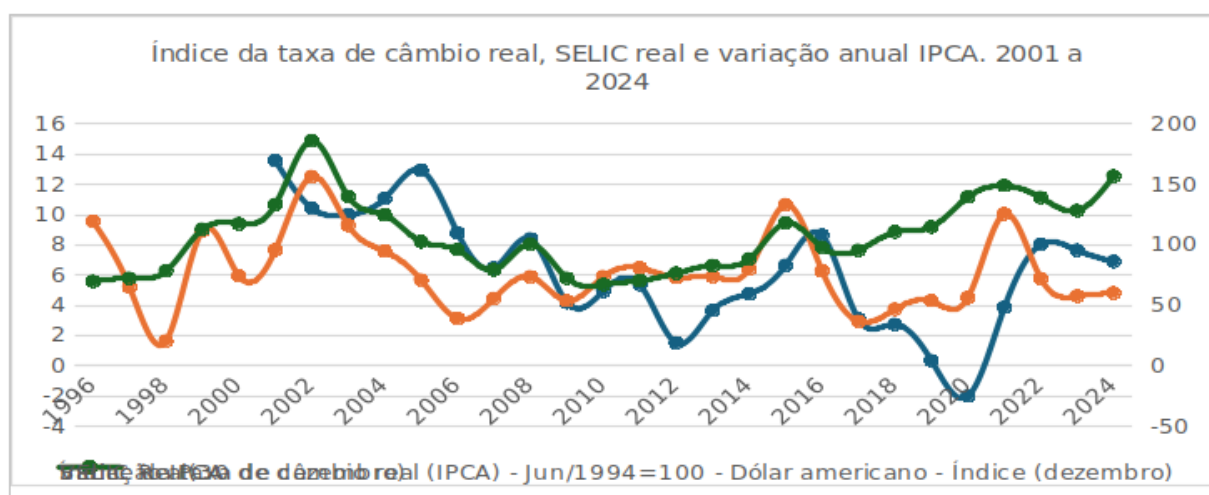
Os dados são ilustrativos de como movimentos de capital condicionam a política econômica interna. Conforme entendemos, é nos períodos em que se verificam desvalorizações contínuas da moeda brasileira e quedas e/ou patamares reduzidos de entradas de investimentos especulativos que o poder estrutural do capital financeiro se reafirma por meio da transmissão dos efeitos cambiais aos preços e da elevação da taxa de juros para reagir à elevação da inflação.

6 Entendemos que os investimentos em carteira são representativos do tipo de capital de viés especulativo que condiciona a política econômica dos países periféricos nos termos da financeirização e da liberalização de capitais.





Fonte: Banco Central do Brasil



Fontes: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Entretanto, não é apenas por meio dos movimentos do câmbio e da taxa de juros e de seus impactos diretos sobre a economia que o poder estrutural do capital financeiro se manifesta. Há o que podemos conceber como um segundo momento ou dimensão de exercício desse poder. Frequentemente, no decorrer das conjunturas de crise e instabilidade, o capital bancário-financeiro— caso seja capaz de vencer resistências políticas - logra impor a implementação de *reformas institucionais* , as quais, “sob o pretexto de reverter a saída de



capitais, aumentam a voz do capital financeiro no próprio aparelho de Estado, nas instituições financeiras e nas regras de condução da política econômica” (BASTOS, 2017a, p. 8).

Tais mudanças podem ocorrer tanto pela via da imposição direta, como condicionalidades de instituições como FMI e do Banco Mundial para a realização de empréstimos externos, quanto pela via da pressão política e ideológica em diversas frentes.

Enquanto mecanismos utilizados para tanto, verifica-se a atuação de representantes do capital financeiro em grandes veículos de comunicação - tendentes a promover de forma privilegiada as políticas neoliberais como “alternativa única”, marginalizando posições dissonantes e declarando imparcialidade diante da ausência de debate que eles mesmos produzem -, as indicações das agências internacionais de classificação de risco (*rating*) e posições de instituições como a OMC e de fóruns internacionais como o de Davos. Parte de sua ação também se desenvolve no interior da burocracia do Estado, de forma menos visível ao público, em reuniões entre representantes do governo e de setores empresariais ou pela participação de vários profissionais oriundos da alta hierarquia desses grupos econômicos nos órgãos responsáveis pela gestão da política macroeconômica governamental.

Via de regra, o objetivo final dessas reformas é restringir e reorientar o raio de ação das políticas fiscal, monetária e cambial, as quais, caso tenham suas regras desafiadas, legitimam a retomada da ofensiva política e ideológica sobre os governos que buscam questioná-las. As modificações institucionais daí resultantes estabelecem novos marcos legais de gestão da política estatal que funcionam como uma “camisa de força” aos governos, adicionando um novo patamar de dificuldades para a execução de políticas que visem maior grau de autonomia. Tal é o caso, inclusive, em situações nas quais e nas quais os fluxos de capital tenha se estabilizado e se tenha acumulado um volume significativo de reservas cambiais, pois mesmo nelas as novas restrições institucionais mantêm-se em vigor.

Essas observações permitem visualizar como o poder estrutural do capital financeiro constitui um componente político relevante para a análise da dependência nas formações econômico-sociais contemporâneas e, em particular, na economia brasileira. Podemos considera-lo como um determinante a mais do traço de *subsoberania* que caracteriza os





Estados das formações econômico-sociais dependentes (OSORIO, 2019b). Nessas estruturas políticas, as relações de soberania típicas dos Estados nacionais são restringidas por seu papel de elo entre os interesses das classes dominantes locais e estrangeiras, aspecto agudizado sob a forma neoliberal de Estado dependente, caracterizada pela ampliação do poder dos capitais e Estados imperialistas sobre os blocos no poder nacionais (ROLEMBERG, 2024; GRANATO, 2021).

3. A CONSOLIDAÇÃO DO PODER ESTRUTURAL DO CAPITAL FINANCEIRO: PLANO REAL, CRISE CAMBIAL E TRIPÉ MACROECONÔMICO

Em 1994, era implementado na economia brasileira o Plano Real, um conjunto de ações de política econômica as quais se seguiu – sob um ângulo mais estrito - a superação do quadro inflacionário que se arrastava desde a década de 1980 e que representou – sob uma perspectiva mais ampla – o arranjo institucional encontrado para inserir a formação econômico-social brasileira no quadro da “globalização”, sob o signo da especialização produtiva e da financeirização.

No nosso entendimento, o processo que se inicia com a implementação do Plano e que resultará na crise cambial do início de 1999 representa o momento de consolidação do poder estrutural do capital financeiro na economia nacional. Isso porque é nesse processo que passa a dominar a dinâmica já descrita de pressões das saídas de capital sobre a taxa de câmbio e desta última sobre as altas dos preços e as taxas de juros e porque, como resultado dessa crise, foi implementada uma nova *forma institucional* para a gestão da política fiscal e monetária do país, o chamado *tripé* macroeconômico, o qual forneceria os pilares para a execução da política econômica nas décadas subsequentes.

Vejamos brevemente algumas características e momentos importantes desse processo. Conforme Saad Filho e Moraes, o Plano Real foi constituído por sete políticas-chave (SAAD FILHO e MORAIS, 2018):





- a) liberalização das importações, que reduziria os preços das mercadorias importadas e pressionaria para baixo os preços internos;
- b) sobrevalorização da moeda, que deveria intensificar o impacto da liberalização das importações sobre os preços e apoiar a melhoria da competitividade das empresas nacionais com o barateamento de bens de capital importados;
- c) liberalização dos fluxos internacionais de capital, essencial para atrair poupanças externas e tecnologia moderna, bem como, no curto prazo, financiar os déficits comerciais induzidos pelas medidas de liberalização e sobrevalorização;
- d) liberalização financeira doméstica, para elevar a taxa de poupança, atrair recursos externos e aumentar a disponibilidade de recursos para o investimento;
- e) estabelecimento de altas taxas de juros, para aumentar as entradas de capital e sustentar a taxa de câmbio sobrevalorizada, pretensamente evitando, dessa forma, uma crise cambial;
- f) redução dos déficits nominais do setor público que supostamente eram a principal causa da inflação;
- g) desindexação, com a introdução de um índice de preços denominado Unidade Real de Valor (URV) previamente à adoção da nova moeda visando o realinhamento dos preços relativos e a estabilização de tarifas de serviços públicos e da taxa de câmbio real.

A eliminação da alta inflação que se sucedeu ao Real veio a um alto custo, com a propagação de novos desequilíbrios macroeconômicos e a manutenção de baixo crescimento econômico. Com a elevação das taxas de juros e apreciação da moeda, a balança comercial brasileira passou de um superavit de US\$ 10,5 bilhões em 1994 para um déficit de US\$ 3,5 bilhões no ano seguinte. O déficit comercial era um objetivo explícito do governo de Fernando Henrique Cardoso (1994-2002), que previa que as entradas de capital externo e poupança do setor privado iriam financiar o investimento e o crescimento econômico.





Contudo, ocorreu o contrário: a taxa de investimento caiu de 22% do PIB na década de 1980 para 18% na década de 1990 e seguiria caindo para 16% entre 2001 e 2006 (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 107). A média do crescimento econômico entre 1994 e 1998 foi de apenas 2,4% e de 2,1 % entre 1999 e 2002 (PINTO e TEIXEIRA, 2012). A grande diferença entre as taxas de juros domésticas e internacionais, necessária para financiar os déficits comerciais, levou a um rápido crescimento da dívida pública interna, que, de entre 1995 e 2002, subiu 30% para 60% do PIB, de nada adiantando a realização dos ajustes fiscais para redução do endividamento.

Segundo Saad Filho e Moraes, o Plano Real continha três círculos viciosos que o fragilizavam. Em primeiro lugar, ao criar deliberadamente um déficit na conta de transações correntes, essa política tornou “o Brasil estruturalmente dependente de fluxos inconstantes de capital estrangeiro para fechar o balanço de pagamentos”, o que “exigiu taxas de juros permanentemente altas, que, por sua vez, perpetuaram a sobrevalorização da moeda, alimentaram o déficit da balança corrente e alimentaram a desindustrialização”⁷. Em segundo lugar, a necessidade de esterilização dos influxos de capital para limitar a expansão monetária alimentou o crescimento da dívida pública por meio da emissão de títulos a juros permanentemente elevados. Em terceiro lugar, “as altas taxas de juros reduziram os investimentos e a taxa de crescimento do PIB, o que limitou as receitas tributárias e tendeu a ampliar o déficit fiscal” (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 110).

Desde a crise cambial mexicana, em 1994, o ciclo vicioso gerado pela necessidade do manejo das taxas de juros para controlar a demanda, regular o valor do real e garantir as reservas de divisas do país já setornara patente. Em 1997, na esteira da crise do Leste Asiático, o Banco Central elevou as taxas de juros para 43,5%, vendeu grandes quantidades de contratos de taxa de câmbio a prazo e de títulos indexados ao dólar, visando desencorajar as saídas de capital. Esse mesmo procedimento foi repetido após a crise russa, em 1998. Mesmo assim, o balanço de pagamentos sofreu forte deterioração⁸ e o governo foi levado a

7 (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 110);

8 “O déficit da balança corrente passou de US\$ 18,4 bilhões em 1995 (2,4% do PIB) para US\$ 33,4 bilhões em 1998 (4% do PIB), em consequência do aumento do déficit nas contas de bens (de US\$ 3,5 bilhões para US\$ 6,6





negociar com o FMI e com os países do G7 um pacote financeiro que tinha como contrapartida a geração de superávits primários para os três anos seguintes, a liberalização da taxa de câmbio e a redução do déficit em conta corrente.

No início de 1999, com as insustentáveis perdas nas reservas externas e o aumento exponencial da dívida pública interna causado pelas estratosféricas taxas de juros, governo foi forçado a deixar o real flutuar e a cotação da moeda despencou (de 13 a 31 de janeiro, o real se desvalorizou em 40%). Desde então, foram implementadas medidas que formalizaram o que se tornou conhecido como *tripé macroeconômico*: um novo arcabouço de políticas econômicas baseado em 1) fluxos de capital liberalizados com câmbio flutuante; 2) política monetária sob o regime metas de inflação, na qual se requer a elevação da taxa de juros, em tese, sempre que houver expectativa dos agentes do mercado financeiro de que a inflação vai superar o centro da meta; e 3) metas de superávit primário, estimadas como contraparte ao custo sobre a dívida pública da elevação da taxa de juros. Em 2000, o tripé foi complementado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que impôs rigorosos limites para a execução de gastos públicos em todos os níveis de governo (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 114; BASTOS, 2017a).

Estavam estabelecidos os marcos de uma nova arquitetura institucional favorável ao capital financeiro. Do ponto de vista de sua justificativa, a implementação do tripé macroeconômico foi apresentada explicitamente de um novo arranjo de políticas que limitasse o grau de *discricionariedade* na execução da política econômica, com normas que estabelecessem de antemão os raios de manobra dos decisores da política estatal. Em outras

bilhões), de serviços (de US\$ 7,5 bilhões para US\$ 10,1 bilhões) e de rendas (de US\$ 11,0 bilhões para US\$ 18,2 bilhões). O superávit na conta financeira, em torno de US\$ 30 bilhões ao ano, foi resultado principalmente das privatizações, das fusões e aquisições (F&As) e dos investimentos em portfólio. [...] Eles também não foram suficientes para cobrir as saídas de moeda estrangeira, o que levou a um déficit do balanço de pagamentos da ordem de US\$ 16 bilhões em 1997-1998. As reservas cambiais do Brasil caíram de US\$ 71 bilhões, em junho de 1998, para US\$ 34 bilhões apenas nove meses depois. Sob intensa pressão, o governo brasileiro negociou com o FMI e com os países do G7 um pacote de apoio financeiro, incluindo empréstimos de US\$ 41 bilhões por um prazo de três anos, em troca de grandes superávits fiscais primários, a liberalização da taxa de câmbio e a redução do déficit da balança corrente” (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 112);





palavras, estava claro o caráter limitador das reformas para a autonomia dos governos para perseguir suas metas econômicas e sociais.

Na prática, o “tripé” coloca os políticos e instituições do Estado com mandato democrático de ampliar os níveis de investimento e emprego em uma *permanente defensiva*: nos momentos em que a inflação e a dívida pública oscilam para cima, ainda que essa oscilação não tenha qualquer relação com excessos de gasto público (podem vir de choques de alimentos, energia, de câmbio ou da própria taxa de juros), os mecanismos institucionalizados do tripé – a exigência de geração de superávits primários e de manutenção do nível de preços dentro do intervalo de tolerância da meta de inflação – oferecem a sustentação política e ideológica para uma forte ofensiva do capital financeiro e seus intelectuais orgânicos exigindo a elevação da taxa de juros e o corte de gastos públicos. Tal ofensiva ocorre tanto internamente ao aparelho de Estado, em ramos do poder Executivo e no parlamento pelos partidos de oposição, como externamente, nos órgãos de opinião pública nacionais e internacionais e em instituições financeiras internacionais, como FMI e as agências de *rating* ligadas ao mercado financeiro (BASTOS, 2017a).

Não obstante, mesmo em situação de inflação e nível de endividamento público controlados, a margem de manobra da política econômica governamental é restringida: por um lado, a liberdade total para movimentação de capitais e a necessidade de atração deles para estabilizar a taxa de câmbio e manter o nível de preços dentro da meta instituída pressiona pela manutenção de taxas de juros relativamente elevadas e pela manutenção de metas fiscais restritivas para contrabalançar o impacto dos juros sobre a dívida pública; por outro lado, o capital financeiro recorre a expedientes de natureza predominantemente política que tem impacto em tais decisões: são os economistas vinculados direta ou indiretamente a bancos e outros gestores de fundos aplicados na dívida pública que são consultados no boletim FOCUS, publicação que indica as expectativas de inflação que guiam o regime de metas do Banco Central – e portanto, consequentemente, influenciam nas definições sobre a taxa básica de juros.





Também são selecionados entre eles quadros que assumem cargos importantes na gestão da política estatal, inclusive vários dos diretores do Banco Central responsáveis por tomar as principais decisões de política monetária e dele são contratados muitos dos dirigentes que passam a dirigir as instituições financeiras privadas. Como é evidente, é de interesse de tais representantes a defesa de um patamar elevado de juros e superávit fiscal primário, além de elevações frequentes desse patamar (BASTOS, 2017a), estabelecendo-se, por essa via, mecanismos consultivos e deliberativos reservados ao capital financeiro que passam ao largo das formas democráticas de deliberação do sistema político.

O resultado da configuração assim estabelecida para o raio de ação da política econômica é de uma limitação expressiva de sua autonomia: ela se vê ora sob forte pressão para a execução de ajustes fiscais e choques monetários recessivos, ora condicionada a limitar e moderar do grau de alcance da política fiscal e monetária e de seus efeitos sobre o investimento e a renda. Em ambos os casos, a garantia de elevados ganhos financeiros com a dívida pública são priorizados em relação a outros objetivos da política estatal e inclusive em relação a outros interesses burgueses que se fazem presentes no âmbito do bloco no poder⁹.

4. O APROFUNDAMENTO DO PODER ESTRUTURAL: NOVA MATRIZ ECONÔMICA, OFENSIVA DO CAPITAL FINANCEIRO E AS REGRAS DE LIMITE DE GASTOS COMO NOVA FORMA INSTITUCIONAL

4.1 Governo Dilma: Nova Matriz Econômica(2011-2014) e ajuste neoliberal(2015)

9 Conforme Nicos Poulantzas, o bloco no poder designa uma configuração da dominação política referente a uma forma de Estado particular, a qual responde à dinâmica de disputa entre classes e frações de classe dominantes para a execução dos seus interesses pela política estatal, conformando uma unidade contraditória de forças sociais sob a hegemonia de uma das classes ou frações que o constituem, a qual logra deter *prioridade* no atendimento dos seus interesses (POULANTZAS, 1978; POULANTZAS, 2019). No caso da forma de estado neoliberal dependente atual no Brasil, o bloco no poder é hegemonizado pelo capital financeiro internacional e a fração da burguesia doméstica a ele integrada;





A experiência dos governos petistas entre 2003 e 2016 é caracterizada por autores como “neodesenvolvimentista”, “neoliberalismo desenvolvimentista” ou “reformismo fraco”¹⁰. Embora haja diferenças entre as definições mencionadas, elas trazem consigo a premissa comum da convivência, entre as ações da política de Estado dos governos do PT, tanto de elementos de continuidade como de descontinuidade em relação ao neoliberalismo ortodoxo implementado na década de 1990 no Brasil.

Durante esses governos manteve-se, ainda que de forma flexibilizada, o tripé macroeconômico neoliberal baseado em metas de inflação, câmbio flutuante e geração de superávits primários¹¹. O modelo original, implementado em 1999 e que perdurou até 2004, foi flexibilizado a partir de 2005¹². No entanto, mesmo no momento de maior tensionamento com o modelo, em 2011-2012 - quando houve uma redução progressiva da geração de superávits primários, a inflação anual ficou acima da meta estabelecida e a taxa básica de juros caiu substantivamente - as regras que obrigam o estabelecimento de metas inflacionárias e fiscais não foram modificadas (OREIRO, 2015). Além disso, a abertura comercial e financeira e as privatizações legadas da década de 1990 foram mantidas e não foi desencadeado nenhum processo amplo de regulamentação do mercado de trabalho e reestruturação dos serviços públicos e direitos sociais.

10 Para Boito Jr., o “neodesenvolvimentismo” petista seria “o desenvolvimentismo possível dentro do modelo capitalista neoliberal periférico” (BOITO JR., 2018, p. 57). Saad Filho & Moraes entendem o “neoliberalismo desenvolvimentista” como uma “variante híbrida do sistema de acumulação neoliberal”, em que houve a sobreposição de políticas econômicas novo-desenvolvimentistas ao tripé neoliberal mantido desde o segundo governo FHC (SAAD FILHO e MORAIS, 2018, p. 149). Martuscelli se refere às “reformas no capitalismo neoliberal” que estiveram inscritas no campo de abrangência da hegemonia do capital financeiro internacional (MARTUSCELLI, 2015, p. 142). Singer contrasta o “reformismo fraco” implementado nos governos Lula com a proposta “reformista forte” que o Partido dos Trabalhadores carregava em sua origem. Esse conjunto de reformas econômicas e sociais sustentar-se-iam na via de “neutralização do capital por meio de concessões, não do confronto”, significando objetivamente o abandono das táticas de enfrentamento direto de classes (SINGER, 2012, p. 188 e 189).

11 (BASTOS, 2017a);

12 A partir de então, o estabelecimento de metas declinantes de inflação foi substituído por metas constantes, houve uma redução das metas de superávit primário e a flutuação cambial passou a ser administrada pela compra de reservas internacionais com o objetivo de conquistar estabilidade do câmbio. Depois da crise de 2008, houve um aprofundamento da flexibilização com o alongamento do prazo e convergência das metas de inflação, novas reduções da meta fiscal e a introdução de alguns controles à entrada de capitais.





Por outro lado, houve a adoção de uma política estatal orientada à distribuição de renda e ampliação do investimento público e privado. Os elementos dessa política incluíram medidas de recuperação do salário mínimo e de transferência de renda para as camadas mais pobres da população; fortalecimento dos bancos públicos e de grandes empresas estatais; política externa de apoio a grandes empresas brasileiras ou estrangeiras instaladas no Brasil para exportação de mercadorias e capitais; política econômica anticíclica adotada após a crise de 2008; aumento do investimento estatal em infraestrutura, entre outros¹³.

O momento de maior tensionamento da política neodesenvolvimentista com o capital financeiro se deu no primeiro governo Rousseff (2011-2014). A descrição dos principais aspectos dessa política e seus resultados é importante para contextualizar o momento em que o capital financeiro internacional retoma a ofensiva, a partir do insucesso da política econômica implementada.

A política do governo Dilma assumiu abertamente o objetivo econômico de minimizar o rentismo na reprodução do capital na economia brasileira com um conjunto de medidas denominado Nova Matriz Econômica (NME). Singer nos oferece um panorama das ações realizadas, as quais sintetiza como um “ensaio desenvolvimentista”. Entre elas, a) a adoção de política monetária expansionista, com a redução dos juros e *spreads* bancários a partir de agosto de 2011; b) o uso intensivo do BNDES, com expansão do crédito a juros subsidiados, c) uma política industrial e de infraestrutura consolidada no Plano Brasil Maior, no Programa de Investimentos em Logística (PIL), nas desonerações tributárias a diversos setores e na reforma do setor elétrico com a extinção de encargos sobre a conta de luz e a renovação e prorrogação das concessões do setor; e d) Desvalorização cambial a partir de setembro de

¹³ A interação entre a política estatal desenvolvimentista e a manutenção do tripé neoliberal foi favorecida pela existência de um ambiente externo favorável (alta dos preços das *commodities*, crescimento da economia internacional, elevada liquidez internacional e crescimento do comércio regional) que contribuiu para proporcionar uma acomodação temporária das contradições entre os polos da política estatal (e as frações e classes no bloco no poder) e contribuiu para êxitos em termos de crescimento econômico e melhora nos indicadores de emprego, salário e distribuição de renda.





2011, almejada abertamente pela equipe econômica do governo como uma ação necessária para melhorar a competitividade das exportações, sobretudo industriais.

A NME não teve sucesso em fomentar os investimentos e o crescimento econômico. A desvalorização cambial não foi grande nem duradoura o suficiente para fazer diferença no desempenho das exportações, afetado pela reversão dos termos de intercâmbio desde 2011. Por outro lado, dado o aumento do passivo externo das empresas e a dependência crescente de insumos, serviços e máquinas importados, a queda do real aumentou os custos sem garantir o aumento de suas receitas. A redução das tarifas de energia elétrica também não logrou gerar competitividade na indústria brasileira, e, ao que parece, serviu apenas para a recomposição das margens de lucro, assim como as desonerações fiscais, a redução dos juros e o crédito subsidiado.

Conforme Carvalho, por trás da estagnação do investimento privado encontraram-se fatores como a desaceleração da demanda interna, o endividamento crescente das empresas e sua tendência a se voltarem para atividades de tesouraria ligadas ao investimento em títulos públicos em momentos de incerteza sobre a rentabilidade futura. Em contrapartida, a generalização das desonerações e a desaceleração da atividade econômica levaram a grandes perdas de arrecadação tributária para o governo. No quadro de restrição institucional imposto pela exigência de geração de superávits primários, essas perdas foram contrabalanceadas pela redução do ritmo de crescimento do investimento público, a qual servia, ademais, como mecanismo a fim de controlar a inflação, com impacto contracionista sobre a economia (CARVALHO, 2018; BASTOS, 2017a; SAAD FILHO e MORAIS, 2018)¹⁴.

O fracasso da política econômica seria acompanhado de uma crescente ofensiva das forças políticas de oposição e do capital financeiro internacional e de uma conjuntura de crise política eminente. A intensa pressão surtiria efeito com o abandono do experimento monetário heterodoxo do Banco Central. Em março, a instituição impôs restrições de crédito e, já em abril, iniciou um novo ciclo de elevação das taxas de juros. Mesmo diante de cerco crescente, Dilma Rousseff conseguiu se sair vitoriosa por uma pequena margem nas eleições de 2014.

14 (CARVALHO, 2018; BASTOS, 2017a; SAAD FILHO e MORAIS, 2018);





Contudo, logo após as eleições, o governo passou a implementar medidas que caminhavam no sentido oposto ao apresentado na propaganda eleitoral, com consequências fatais para sua sustentação política.

O chamado “austericídio” de 2015 consistiu na execução de um ajuste recessivo, com cortes ainda maiores de investimento público e novos aumentos das taxas de juros, a redução dos salários reais pela via da elevação do desemprego e em um ajuste abrupto dos preços relativos, com a aceleração da desvalorização cambial para aumentar as exportações e reduzir as importações e o aumento dos preços administrados pelo governo, como energia elétrica, petróleo e derivados. A nova orientação foi realizada a partir da nomeação de Joaquim Levy, diretor-superintendente do banco Bradesco, para a condução do Ministério da Fazenda. Bastos sugere que, politicamente, a intenção por trás da virada era aproximar o capital financeiro do governo e desarmar a possibilidade de unificação do conjunto da burguesia contra o governo.

Contudo, as consequências econômicas do ajuste foram desastrosas. O corte de investimentos públicos reforçava a queda das receitas privadas, levando a novos cortes, em uma espiral viciosa que mergulhou o país na recessão. As medidas tiveram forte impacto sobre o aumento do desemprego, a queda da renda e do consumo. O choque dos preços administrados e a desvalorização cambial fizeram a inflação disparar, pressionando os custos das empresas e a renda real das famílias. O aumento dos custos de crédito com a continuidade da elevação da taxa SELIC também contribuíram para agravar o cenário contracionista. Esses desdobramentos foram acompanhados de graves consequências políticas para o governo, com o esgarçamento do apoio oferecido pela base popular do governo e a unificação crescente de setores do empresariado e de forças políticas até então aliadas em favor do processo de *impeachment*, que viria a ocorrer em 31 de agosto de 2016.

4.2 Fluxos de capitais e a “camisa de força” macroeconômica

Para os objetivos deste artigo, cabe nos determos sobre as movimentações dos fluxos de capitais no governo Rousseff e referirmos ao papel que tiveram juntamente à situação geral





do setor externo para a variação de indicadores macroeconômicos que serviram como base para pressões por mudanças na política econômica, bem como nos determos um pouco mais sobre os instrumentos utilizados nesse contexto para amplificar a retração dos investimentos e exercer a pressão também por reformas institucionais.

Nesse sentido, é importante fazer de antemão um breve retrato do cenário internacional no período. Podemos considerá-lo como constituído por dois momentos opostos. Após a retomada dos fluxos de capital e do comércio mundial após a crise de 2008, os países periféricos se beneficiaram de uma primeira fase - entre 2011 e o primeiro semestre de 2014 - de ampla liquidez global e patamares altos dos preços de commodities, determinada sobretudo pela política monetária expansionista dos países centrais¹⁵. Em meados deste último ano até 2016, contudo, a desaceleração da economia chinesa e a reversão do expansionismo monetário global foram determinantes para a fase de “dupla tempestade”, com forte queda dos preços das commodities e saídas de capitais da periferia para o centro (BIANCARELLI, ROSA e VERGNHANINI, 2017).

A variação da taxa de câmbio da economia brasileira entre 2011 e 2015 esteve determinada tanto por elementos cambiantes da política econômica interna – como já mencionamos - como também da conjuntura internacional. Entre 2011 e 2013, a desvalorização deliberada da moeda esteve associada à política de moderar os fluxos de entrada de capital. A partir de maio de 2013, a sinalização da elevação das taxas de juros pelo FED, seguida posteriormente do aperto monetário nas demais economias centrais e, em 2014, a redução da entrada de divisas em transações correntes pressionaram por uma apreciação do dólar. Contudo, a redução as captações líquidas na conta financeira do balanço de pagamentos não correspondeu ainda, nesse momento, a um refluxo de capital de não residentes. Já em 2015 e 2016, a desvalorização foi fortemente determinada pela saída de capitais estrangeiros, pela opção deliberada de depreciar o Real como medida de ajuste

15 Essa fase repôs algumas condições que vigoraram no período excepcional de 2003 a 2008, embora com maior instabilidade financeira, menor dinamismo e acirramento da concorrência internacional.





adotada enquanto parte do pacote de políticas de austeridade¹⁶ e como resultado da recessão econômica e da instabilidade política.

Em maior ou menor medida, é possível considerar que, nas três fases analisadas, o refluxo na entrada de capitais, a desvalorização do Real e seus efeitos permitiram ao capital financeiro impor seu poder sobre as opções de política econômica vigentes. Vejamos como o processo se deu em cada um desses períodos.

De 2011 a 2013, a inflação resultante da alta do dólar e do aumento dos preços dos serviços aproximou-se do teto das metas de inflação para esses anos (em 2011, a variação do IPCA bateu o teto de 6,5%; em 2012, esteve em 5,84 % e em 2013 ficaria em 5,91%, mantendo-se o mesmo teto de 2011). Como vimos, em meio à alta dos preços e à ofensiva política do capital financeiro internacional, o Banco Central decidiu retomar o ciclo de elevação dos juros no início de 2013. Essa ofensiva foi sustentada discursivamente sobre o risco de não cumprimento do arcabouço institucional vigente, especialmente a regra monetária das metas inflacionárias¹⁷. Nesse caso, a institucionalidade de metas de inflação, câmbio flutuante e geração de superávits primários originada da consolidação do poder do capital financeiro sobre a política estatal do país (ver seção anterior) contribuiu para o abandono do viés expansionista da política monetária ao servir de base para o questionamento público e pressões crescentes pela reversão na política monetária.

No segundo semestre de 2013, em 2014 e, em maior medida, em 2015, a evasão de capitais e seus efeitos sobre o câmbio e os preços internos foi determinante para a continuidade do ciclo de elevação das taxas de juros, com vistas a reduzir o diferencial com

16 “Após as eleições de 2014 ocorre uma inflexão na política cambial, quando a nova equipe econômica sinaliza ao mercado o fim do programa de leilões de swaps e uma política cambial menos atuante. A moeda brasileira já vinha se desvalorizando no segundo semestre de 2014, tendência que se reforça com a nova postura de política cambial. Em janeiro de 2014 a taxa de câmbio média foi de 2,63 R\$/US\$, enquanto no mesmo mês de 2015 a taxa média foi de 4,05 R\$/US\$, o que representou uma desvalorização de mais de 50% do real em relação ao dólar” (ROSSI e MELLO, 2017, p. 3)

17 Por exemplo, o editorial de 12 de abril de 2013 da Folha de São Paulo criticava a inflação acima do teto da meta nos 12 meses acumulados até março e sustentava o “papel salutar” da elevação da taxa básica de juros, mesmo reconhecendo que, segundo as previsões do mercado, a alta dos preços não ultrapassaria o limite máximo da meta ao fim do ano, como de fato não ocorreu. Ver em : <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/103381-alem-do-teto.shtml>>





relação aos juros internacionais, reduzir os déficits em conta corrente e desaquecer a demanda interna. Configurou-se uma fase em que a saída dos fluxos financeiros contribuiu para a convivência entre alta inflação e uma política monetária contracionista, a qual se completaria com o ajuste fiscal do segundo mandato Rousseff. Na dimensão política, o efeito negativo dessa combinação foi aumentar a pressão por novas rodadas de elevação dos juros e de cortes de gastos públicos e contribuiu para comprometer a sustentação do próprio governo (evidentemente, junto a outros fatores, como já abordamos), bem como condicionou, em 2016, a implementação do que entendemos como uma nova forma institucional favorável ao capital financeiro – o teto de gastos - após o *impeachment* da presidenta Dilma Rousseff, sob a alegação da necessidade de atrair novamente o investimento.

4.3 A ofensiva político-ideológica do capital financeiro

No contexto da desaceleração do crescimento econômico e de elevação da inflação do primeiro mandato Dilma, o capital financeiro internacional e a burguesia a ele integrada retomariam a ofensiva política que desdobraria no *impeachment* da presidenta em 2016 e na implementação posterior do teto de gastos, institucionalidade que aprofunda o poder do capital financeiro no país.

Vejamos em perspectiva alguns momentos determinantes desse processo. No início de 2013, a inflação esteve no centro de uma inflamada campanha pelo aumento da taxa de juros e redução do gasto público promovida por bancos estrangeiros, agências de classificação de risco e corporações multinacionais, além da participação ativa da grande imprensa nacional e da oposição parlamentar ao governo.

Revistas internacionais, como a britânica *The Economist*, em matéria de dezembro de 2012, e a estadunidense *Financial Times*, em março de 2013, criticavam o intervencionismo do governo e a primeira chegava a pedir a demissão de Mantega, enquanto jornais brasileiros reportavam que, desde o final de 2012, Lula supostamente sugeria a Dilma que substituísse Mantega por Meirelles no Ministério da Fazenda. Profissionais ligados diretamente ao setor





financeiro internacional, como o analista do banco inglês Barclays e o diretor do Grupo de Pesquisas Econômicas para a América Latina do banco Goldman Sachs, denunciavam igualmente o viés “intervencionista” de Dilma Rousseff.

O objetivo dessa conduta seria, nas palavras do chefe de pesquisas para Mercados Emergentes das Américas do fundo Nomura Securities, Tony Volpon, impor um “pragmatismo sob coação” ao governo, de modo a garantir uma mudança na política monetária do Banco Central. Paralelamente, as agências de *rating*¹⁸ mudavam a postura vigente até 2012, quando chegaram a elogiar medidas da NME (desde que dentro dos limites estabelecidos pelo tripé macroeconômico) e passavam a rebaixar a nota do país em meio ao fracasso da política da NME e da deterioração fiscal, além de se manifestarem explicitamente em favor de candidaturas oposicionistas no ano eleitoral.

Tal ofensiva contaria com dois processos determinantes para o seu fortalecimento iniciados ainda no primeiro mandato Rousseff: 1) as manifestações de junho de 2013, cujo viés, apesar do seu caráter de classe heterogêneo, acabou sendo capturado pela ofensiva neoliberal sobre o governo; 2) a Operação Lava-jato, iniciada em março de 2014, que contribuiu para a ofensiva restauradora ao fortalecer o movimento de massas conservador, destruir e fragilizar grandes grupos econômicos nacionais, sobretudo dos setores de construção civil, engenharia pesada e petróleo e gás e fomentar a retração da atividade econômica.

Como pano de fundo da pressão pela elevação dos ganhos financeiros e da crise política que se instaurava, vivia-se uma fase de aguçamento das contradições entre a burguesia brasileira e as classes populares, em que o andar superior buscava retomar os lucros

18 A observação da atuação das agências de rating é um ângulo privilegiado para se observar a relação entre a retração nos fluxos de capital e as mudanças de política econômica e institucionais dos governos. Isso devido a estas instituições, por meio da atribuição e de mudanças nas notas quanto ao “grau de investimento” e “grau de especulação” aos Estados nacionais, lograrem produzir efeitos diretos sobre os fluxos de capitais dos países por elas avaliados, inclusive porque alguns fundos de investimento possuem suas decisões de aquisição de ativos financeiros legalmente atreladas à avaliação das agências (MACHADO e ARIENTI, 2020). Após a quitação do débito com o FMI, no governo Lula, as agências de classificação ganharam um lugar proeminente enquanto representantes do capital financeiro no ambiente econômico e político-ideológico brasileiro (DE CONTI, 2015).





por meio do arrocho sobre os trabalhadores¹⁹ e estes últimos sustentavam demandas cujo atendimento era limitado pelo próprio arranjo institucional em que se enquadrava o Estado brasileiro cujo bloco no poder é hegemônico pelo capital financeiro internacional.

No segundo mandato Dilma, a ofensiva se intensifica rapidamente e em diversas frentes. Como já observado, a política contracionista esvaziaria o apoio popular ao governo e promoveria uma reunificação da burguesia brasileira no campo favorável à destituição da presidenta, ao contrário do que se esperava²⁰. Logo após as eleições de 2014, a oposição parlamentar já expressava a sanha golpista no discurso do candidato derrotado Aécio Neves, em um Congresso Nacional de forte composição conservadora que levou Eduardo Cunha à presidência da Câmara dos Deputados após vitória sobre a candidatura governista. A situação se tornava ainda mais complexa para o governo devido à fragilização dos arranjos políticos que contribuíam para a governabilidade do “presidencialismo de coalizão”, em razão das investigações em curso na operação Lava-Jato.

O papel das agências de classificação de risco nesse contexto pode ser caracterizado como de tutela sobre a política econômica do governo, defendendo o avanço do ajuste neoliberal em curso, ao mesmo tempo em que rebaixavam as notas de crédito, criticavam em seus relatórios o desempenho do governo na execução do ajuste e atribuíam o mau desempenho econômico a esse insucesso, à crise política e ao legado de políticas do primeiro mandato Rousseff.

Ao longo da tramitação do processo de impeachment da presidenta, o rating brasileiro sofreria quatro rebaixamentos consecutivos, o que contribuiu significativamente para agravar a saída de capitais e as condições de endividamento do Estado. Havia, por parte dessas instituições, um apoio velado ao impedimento da presidenta, que transparece, por exemplo, na

19 A taxa de lucro (lucro líquido / patrimônio líquido) das empresas privadas não-financeiras caiu de 17% em 2010 para 6% em 2014 e -1% em 2015 (PINTO, 2022). O pano de fundo dessa trajetória era a conjuntura de aumentos salariais no contexto de um forte crescimento do movimento sindical, com o aumento expressivo no número de greves e de acordos e convenções coletivas que garantiram ganhos acima de inflação aos trabalhadores, somados ao aumento dos custos de produção decorrentes da inflação e da desvalorização cambial

20 Bastos sugere que, politicamente, a intenção por trás da virada era aproximar a burguesia bancária do governo e desarmar a possibilidade de unificação do conjunto da burguesia (BASTOS, 2017a)



consideração de uma “nova oportunidade” em relatório da Fitch Ratings, uma semana antes da votação do Senado que selaria o afastamento, e no voto de confiança dado pela Standard & Poor’s (S&P) no primeiro dia do governo Temer (MACHADO e ARIENTI, 2020).

Apenas dois meses após a conclusão do processo de *impeachment*, em 15 de dezembro de 2016, foi aprovada a Emenda Constitucional 95, conhecida como teto de gastos. A medida congelava os gastos primários do orçamento fiscal por até vinte anos, os quais passavam a ser corrigidos apenas pela inflação. Por outro lado, o serviço da dívida pública interna (DPI) ficava isento de limite de gastos.

A atuação dos agentes representantes do capital financeiro internacional durante a tramitação da proposta e após a sua aprovação nos permite vislumbrar como ela se encaixa no contexto de uma ofensiva que não terminava pela destituição da presidenta eleita²¹. Por exemplo, em 30 de novembro, a agência Moody’s, por meio de nota do analista sênior para ratings soberanos Samar Maziad, sinalizava melhora da nota de crédito do Brasil caso a aprovação da PEC viesse acompanhada de reformas como a da previdência²². Já o FMI, em relatório do mesmo mês, afirmava que os diretores da instituição “acolheram favoravelmente a estratégia fiscal anunciada pelas autoridades [brasileiras], observando que ela contribuiu para impulsionar a confiança e o otimismo do mercado”²³.

A trajetória ascendente da ofensiva do capital financeiro que culminaria na aprovação da mudança constitucional e sua relação com o contexto de saída de investimentos do país nos permite demonstrar, dessa maneira, como o capital financeiro exerceu seu poder na crise de 2015-2016 no Brasil.

21 De fato, nos primeiros meses do governo Temer, outras iniciativas favoráveis ao capital financeiro internacional também foram tomadas: a mudança nos contratos de exploração de petróleo, privilegiando o capital transnacional em detrimento da Petrobras; a redução na exigência de conteúdo nacional na cadeia de exploração de petróleo; a reforma trabalhista de julho de 2017, que liberalizou amplamente o mercado de trabalho; e a tentativa de aprovação de reforma da previdência, abortada pela proximidade das eleições, a qual se realizaria no governo Bolsonaro.

22 Ver em < <https://valor.globo.com/financas/noticia/2016/11/30/moodys-sinaliza-melhora-de-risco-do-brasil-com-pec-do-teto.ghml>>;

23 Disponível em < <https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2016/cr16348.pdf>>;





4.4 Regras de limites do gasto público: nova forma institucional do poder financeiro

O teto de gastos do governo Temer teve prazo de validade: cumprido entre 2017 e 2019, foi suspenso na prática em 2020, com a aprovação de gastos extraordinários em saúde e assistência social que ficaram fora da regra fiscal, e cumprido com manobras legais em 2021 (adiamento do pagamento de dívidas judiciais com a PEC dos precatórios e mudança do cálculo da inflação) e 2022 (aprovação de PEC que estabeleceu aumento de benefícios sociais não previstas para o ano seguinte, em meio à proximidade das eleições). Em 2023, foi revogado e substituído por uma nova regra fiscal, a Lei Complementar 200, que instituiu o Novo Arcabouço Fiscal (NAF).

A nova regra apresenta limitações ao crescimento do gasto primário mais flexíveis que o modelo anterior, porém mantendo viés restritivo. O crescimento real do gasto passa a ser limitado a 70% da variação real da arrecadação apurada nos 12 meses anteriores e deve respeitar um intervalo de 0.6% a 2.5% de crescimento. As metas de resultado primário são estabelecidas com uma banda de tolerância de 0,25% do PIB em relação ao centro da meta e passam a ter “gatilhos” automáticos em caso de descumprimento (no primeiro ano, o limite de crescimento da despesa cai para 50% da variação da receita e são proibidas a criação de cargos e a alteração de estruturas de carreira que aumentem gastos; no segundo ano consecutivo, somam-se novas proibições, como o veto a aumentos salariais para servidores, novas contratações e a criação de novos auxílios ou benefícios).

Entendemos que as regras fiscais que estabelecem limites de crescimento dos gastos primários – tal qual a EC 95 de 2016 e o NAF de 2023 – constituem uma nova forma institucional do poder estrutural do capital financeiro, a qual fortalece o antigo quadro institucional no sentido de favorecer o poder político e econômico dessa fração do capital no Brasil.

Sustenta-se a proposição com base na própria noção de forma institucional tal qual foi descrita na primeira seção desse trabalho: um determinado conjunto de regras que funcionam como mecanismo disciplinador da política econômica em favor dos interesses do capital





financeiro no bloco no poder do Estado, mesmo nos momentos em que não há restrições macroeconômicas decorrentes de fugas de capitais.

Ora, assim como é o caso do tripé macroeconômico, as regras fiscais de congelamento trabalham no sentido de minar ainda mais a autonomia da política fiscal, elevando o custo político e econômico de ações que desafiem a lógica de um “estado de emergência permanente” de austeridade.

O descumprimento do limite fiscal na regra de 2016 da meta de resultado primário na regra de 2023 preveem o acionamento de sanções legais que limitam ainda mais a execução do orçamento, funcionando como mais um mecanismo jurídico que exerce pressão sobre a política econômica e vinculando a nova regra ao arranjo institucional que prevê as metas de superávit primário, no caso do NAF, fortalecendo, portanto, o conjunto da institucionalidade vigente.

Ademais, o novo tipo de regra acrescenta mais um elemento discursivo para uma eventual ofensiva político-ideológica do capital financeiro sobre a política estatal e o governo que a executa, inclusive com impactos diretos sobre as condições de financiamento externo como no caso do comportamento das agências de rating e recorrendo, como de costume, à ideia da “perda de credibilidade” para sustentar ajustes contracionistas na economia.

De fato, assim como a execução do tripé macroeconômico foi relativizada no contexto de governos de esquerda posteriores à sua implementação, o regramento do NAF, principalmente por garantir um piso para o aumento do gasto público anual e por permitir o aumento real das despesas fiscais, representa um ganho na margem de manobra possível para a política econômica em relação à regra imediatamente anterior.

Contudo, a restrição à execução de uma política fiscal robusta se institucionaliza e se torna mais um impeditivo para a superação de crises e promoção do desenvolvimento econômico.





5. CONCLUSÃO

No presente trabalho, o poder estrutural do capital financeiro foi analisado em seus determinantes globais, em sua consolidação na formação econômico-social brasileira e no seu aprofundamento no passado recente brasileiro.

Examinou-se o nexo entre a financeirização da economia mundial e a forma particular de inserção de economias periféricas e dependentes nesse processo, que as tornam especialmente vulneráveis aos fluxos internacionais de capital e obrigam-nas a praticar taxas de juros elevadas como uma pressão constante pela atração de financiamento externo. Esse movimento, aliado ao deslocamento do poder político para a fração financeira do capital dos Estados imperialistas, determina o exercício de um poder estrutural sobre as formações econômico-sociais periféricas, analiticamente separado em dois momentos: 1) o momento de fuga de capitais e das consequentes restrições macroeconômicas; e 2) o momento de execução de reformas institucionais que ampliam o poder financeiro sobre o exercício da política econômica a médio e longo prazo.

No caso do Brasil, o poder estrutural do capital financeiro se consolidou no contexto da liberalização dos fluxos de capital do Plano Real e dos desdobramentos da crise cambial de 1999, que levaram ao abandono do regime de âncora cambial para o de câmbio flutuante, ao compromisso com a geração de superávits primários e à adoção do regime de metas de inflação. O tripé macroeconômico estrutura um campo limitado de atuação da política econômica, balizado pela necessidade de satisfazer as metas de resultado primário e de preços e de atrair capitais especulativos e voláteis por meio do manejo das taxas de juros para a manutenção da estabilidade cambial. Essa institucionalidade se mantém no longo prazo no Estado brasileiro.

O aprofundamento do poder financeiro virá na conjuntura de crise política e econômica do final do primeiro e início do segundo governo Dilma, quando o fracasso da NME e a pressão exercida pela saída de capitais alimentam a ofensiva política do capital financeiro e condicionam a continuidade da desvalorização cambial, a elevação da taxa de





juros e a alta da inflação. Essa pressão, junto a outros fatores, culmina na destituição de Dilma Rousseff e nas iniciativas do governo Temer que favorecem o capital internacional e atingem direitos e condições de vida da classe trabalhadora.

Entre elas, as regras de limite do gasto público da EC 95 e, posteriormente, do NAF, são compreendidas como uma nova forma institucional do capital financeiro, as quais, ao elevarem o custo político e econômico de uma política fiscal mais ativa e oferecerem mais um elemento para o discurso que sustenta a ofensiva político-ideológica dessa fração do capital, comprometem ainda mais a autonomia da política econômica brasileira, representando, nesse sentido, um novo estágio de subordinação do Estado brasileiro aos interesses do capital financeiro internacional.

REFERÊNCIAS

AMARAL, M. Teorias da dependência e do imperialismo: a atualização necessária ante a financeirização do capitalismo. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

BASTOS, P. P. Z. Ascensão e crise do governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016. *Revista de Economia Contemporânea*, 2017a.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. Texto para Discussão. Campinas: IE-Unicamp, maio 2017.

BOITO JR., A. Dilma, Temer e Bolsonaro: crise, ruptura e tendências na política brasileira. Goiânia: Philos Academy, 2020.

BOITO JR., A. Reforma e crise política no Brasil: os conflitos de classe nos governos do PT. São Paulo: Unesp, 2018.

CARCANHOLO, M. Conteúdo e forma da crise atual do capitalismo: lógica, contradições e possibilidades. *Crítica e Sociedade*, Uberlândia, 2011.

CARVALHO, L. Valsa brasileira: do boom ao caos econômico. São Paulo: Todavia, 2018.





CHESNAIS, F. A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHESNAIS, F. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. Economia e Sociedade, Campinas, 2002.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005.

DE CONTI, B. A disciplina imposta à periferia: do FMI às agências de rating. In: BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. Z. Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. São Paulo: Carta Maior, 2015.

GRANATO, L. O Estado latino-americano: teoria e história. São Paulo: Expressão Popular, 2021.

LAPAVITSAS, C. Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation. Research on Money and Finance, 2009.

MACHADO, P.; ARIENTI, P. A política das agências de rating ao longo do governo Dilma Rousseff (2011-2016). OIKOS, Rio de Janeiro, 2020.

MARTUSCELLI, D. Crises políticas e capitalismo neoliberal no Brasil. Curitiba: CRV, 2015.

MARTUSCELLI, D. O pêndulo brasileiro: até quando? Lumen, 2017.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da Nova Matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). Politika, 2015.

OSORIO, J. O Estado no centro da mundialização: a sociedade civil e o tema do poder. São Paulo: Expressão Popular, 2019b.

PAULANI, L. Brasil Delivery: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008.





PINTO, E. C. É o lucro, estúpido!: entrevista para o programa 20 Minutos, de Breno Altman. YouTube, 19 ago. 2022. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=XB9kHh1y8QU&t=918s>>. Acesso em: 30 jun. 2023.

PINTO, E. C.; TEIXEIRA, R. A. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. Economia e Sociedade, Campinas, 2012.

POULANTZAS, N. As classes sociais no capitalismo de hoje. Rio de Janeiro: Zahar, 1978.

POULANTZAS, N. Poder político e classes sociais. Campinas: Editora da Unicamp, 2019.

RAPOSO, B.; ALMEIDA FILHO, N.; AMARAL, M. Padrão de reprodução do capital no capitalismo dependente e financeirizado. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 23., 2018, Niterói. Anais [...]. Niterói: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2018.

ROLEMBERG, G. A grande burguesia interna: capitalismo dependente e classes sociais no Brasil. Mariana: Lutas Anticapital, 2024.

ROSSI, P.; MELLO, G. Choque recessivo e a maior crise da história: a economia brasileira em marcha à ré. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica, IE-Unicamp, abr. 2017.

SAAD FILHO, A.; MORAIS, L. Brasil: neoliberalismo versus democracia. São Paulo: Boitempo, 2018.

SINGER, A. Os sentidos do lulismo: reforma gradual e pacto conservador. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

Recebido em: 21/06/2026

Aprovado em: 02/07/2026

Publicado em: 14/07/2026

