



XV Congresso Brasileiro de História
Econômica & 16ª Conferência
Internacional de História de Empresas
Osasco, 02 a 04 de outubro de 2023



ASSOCIAÇÃO
BRASILEIRA DE
PESQUISADORES
EM HISTÓRIA
ECONÔMICA

HISTÓRIA ECONÔMICA GERAL E ECONOMIA INTERNACIONAL

**Rentismo à brasileira: Formas e Percurso
Análise da ciranda financeira entre 2002 e 2022^{1*}**

*Brazilian Rentier-Capital: Forms and Trajectory
Analysis of the ciranda financeira speculative cycle, 2002-2022*

Ana Paula Salviatti; Unicamp; salviattitrabalho@gmail.com

RESUMO: O funcionamento do rentismo no Brasil tem seu funcionamento macrofinanceiro descrito pelo funcionamento da ciranda financeira, a qual através de metamorfoses ao longo dos últimos 59 anos tem promovido a gestão da riqueza financeira através da sua dinâmica constituída por elevadas taxas de juros reais e títulos públicos de curto prazo. O funcionamento da ciranda financeira sob o Regime de Metas para a Inflação funciona como um ponto cego entre a condução da política monetária exercida pelo Banco Central e a gestão da estrutura da dívida pública feita pela Secretaria do Tesouro Nacional, no qual hospeda o circuito de ganhos rentistas de curto prazo com elevadas taxas de juros reais que impactam a dívida pública interna do País enquanto promovem valorização e acumulação ao grande capital financeiro, beneficiando os grandes detentores de riqueza.

Palavras-chave: Ciranda Financeira, Política Monetária, Dívida Pública.

ABSTRACT: The functioning of rentism in Brazil has its macro-financial functioning described by the functioning of the *ciranda financeira*, financial merry-go-round, which through metamorphoses over the last 59 years has promoted the management of financial wealth through its dynamics constituted by high real interest rates and government bonds of short term. The functioning of the *ciranda financeira* under the Inflation Targeting Regime works as a blind spot between the conduct of the monetary policy exercised by the Central Bank and the management of the public debt structure carried out by the National Treasury Secretariat, in which the earnings circuit is housed. short-term rentiers with high real interest rates that impact the country's internal public debt while promoting appreciation and accumulation of rentier capital, benefiting large holders of wealth.

^{1*} Artigo da Tese defendida no Instituto de Economia da Unicamp em 2023.



Keywords: *Ciranda Financeira*, Monetary Policy, Public Debt

Capitalismo tendências e contra tendências

A economia capitalista compreendida em seu constante processo de transformação manifesta novas combinações históricas como reflexo das suas insuperáveis contradições internas, levando ao incessante movimento de expansão de seus limites. Quando as formas mais críticas e fetichizadas do valor passam a dominar a reprodução da economia através da mobilização dos capitais e da sua participação no excedente gerado no processo de acumulação, o capitalismo passa a ampliar suas formas de autovalorização de modo que diversos trabalhos e correntes teóricas nomeiam essa manifestação capitalista como dominância financeira (XXXXXX, 2010, p. 19)

Para Hilferding em *O Capital Financeiro*, de 1910, o capital financeiro corresponde à manifestação na história do movimento de expansão do valor, por meio da sua organização através do capital financeiro. Com o desenvolvimento histórico do capitalismo em direção a sua autovalorização, ou seja, às formas financeiras, assistiu-se à articulação das contratendências internas da reprodução capitalista a fim de sustentar essa instável e provisória configuração ampliada, conforme a necessidade relativa que as qualifica. Ou seja, as novas perspectivas de exploração capitalista sobre o grau de exploração do trabalhador assalariado juntamente a sua compressão salarial, ao barateamento dos elementos do capital constante, traduzido pela expansão da tecnologia e da exploração das desigualdades na ampliação da produção de commodities. O contínuo crescimento da superpopulação relativa, a ampliação do comércio exterior, caracterizado pela expansão de multi e de transnacionais, e por último, mas não menos importante, a crescente disponibilidade de capital global, a liquidez.

Os fatores contratendências constituintes do capital associaram-se a expansão das Sociedades por Ações, tal qual descrita por Marx no capítulo XXVII do Livro III d'O Capital, contra tendencial originada do desenvolvimento do sistema de crédito sobre a produção (Cf. MARX, 1985). E o trabalho de Hilferding explora as consequências da sexta contra tendencial, a expansão do crédito, em combinação com as Sociedade por Ações como modo de expressão contratendencial, a qual recebeu o nome de capital financeiro.



A obra de Hilferding teve grande influência na compreensão do desenvolvimento de nações capitalistas como Alemanha, Japão e Estados Unidos, entre o século XIX e XX, e foi extensamente trabalhada por diversos autores para a análise sobre o imperialismo e os monopólios financeiro - industriais (LENIN, LUXEMBURGO, BUHKARIM, MAGDOFF). Contudo, a expressão do capitalismo financeiro em direção a ampliação da indústria capitalista através da pactuação entre o capital industrial e bancário, motivados pelos rendimentos acima da taxa de juros real corrente, mostrou-se uma dentre as possibilidades de manifestação do capitalismo financeiro, tal qual a necessidade relativa a respeito das tendências e contratendências encontradas ao longo do desenvolvimento capitalismo.

A mudança chave produzida com a expansão do capital financeiro foi a de liberar o capitalista industrial da sua função junto à produção ao transformá-lo em um capitalista monetário (HILFERDING, 1985, p. 219). O estabelecimento dessa alteração, ou seja, a desvinculação da atividade meio do capitalista industrial da forma final como ele passou a encontrar acumulação e valorização do capital foi condição fundamental para o surgimento de desenvolvimentos históricos diversos daqueles apontados por Hilferding (BRAGA, José Carlos, 2004, p. 24; TAVARES, 1976, p. 235).

A dominância financeira, compreendida a partir da obra de Hilferding, tal qual desenvolvida até aqui, é a forma de desenvolvimento capitalista em que o sentido da reprodução e da valorização do valor tem o sentido de tornar todo o capital mobilizado, ou seja, em condição de liquidez. Em outras palavras, a tendência à dominância financeira repousa sobre a forma como a produção, a gestão da valorização e acumulação da riqueza ocorrem no capitalismo (BRAGA, 2004).

Ressalta-se ainda o papel desempenhado pelo Estado no desenvolvimento das diversas expressões do capitalismo financeiro. O elemento comum à Sociedade por Ações, à expansão do sistema de crédito, ao mercado ações e de títulos de dívida pública e privada é o contrato, suporte pelo qual as formas fictícias transitam no sistema financeiro entre credor e prestamista. Por tanto, ao Estado cabe garantir a propriedade privada apresentada nos contratos, como ser o fiador em última instância do sistema bancário em uma configuração expandida da reprodução capitalista. As



responsabilidades do Estado são rearticuladas de maneira a dar suporte a ampliação das trocas fictícias e da mobilização do capital, tanto nas manifestações rentistas de países desenvolvidos (STREECK), como em países periféricos, como no caso brasileiro, analisado a seguir. (BRAGA, José; TAVARES)

Conforme Maria da Conceição Tavares (1976), em condições em que a taxa de juros corrente representa ganhos maiores do que aqueles possibilitados pelos grandes investimentos bancários no setor industrial, a combinação de ambos em direção a formação de monopólios diverge, reconduzindo o elemento da contradição sobre a nova forma combinada de capital. Este é o fator central para compreensão da forma rentista observada no Brasil, a qual foi nomeada pela autora por ciranda financeira, instalada no Brasil após as Reformas de 1964 e 1965. (Cf. XXXXXX, 2023)

Em suma, a determinação central do capitalismo financeiro é o rentismo entendido aqui como modo generalizado de valorização de capital estritamente ligado aos rendimentos obtidos através de títulos de propriedade (PAULANI, 2011), podendo a acumulação e a valorização fictícia obtida com direitos de propriedade estar atrelada, ou não, a investimentos junto ao setor produtivo. O capital financeiro não representa, pois, o resultado da produção e acumulação do excedente econômico e sim da geração de “acumulação” de direitos de propriedade (TAVARES, 1976, p. 234, apud, XXXXXX, 2023, p. 42).

A ciranda financeira (TAVARES, 1976) é a descrição da dinâmica de ganhos rentistas de curto prazo obtidos através da elevada taxa de juros real dos títulos de dívida pública praticados pelo governo brasileiro pelos grandes proprietários de capital financeiro, grandes detentores de riqueza. A ciranda financeira representa a forma continua pela qual o rentismo, ao longo de quase 6 décadas, segue em funcionamento no país, através de adaptações realizadas junto ao arranjo institucional conforme as modificações macroeconômicas atravessadas ao longo dos anos.

Contradições da ciranda financeira: especulação conservadora

A análise das permanências e rupturas que envolvem o funcionamento da ciranda financeira no País revela que o eixo pelo qual este circuito de valorização fictícia da riqueza continua sendo a emissão de títulos da dívida pública. Portanto, o



trabalho de análise que circunscreve a ciranda financeira está atrelado a condução da política fiscal e aos impactos sobre a gestão da estrutura de endividamento público, assim como da execução da política monetária sobre o controle da liquidez da economia.

De modo resumido, o capitalismo financeiro no Brasil configura-se pela procura por papéis de grande liquidez e rentabilidade, avesso ao risco, negociadas no mercado aberto ou no de dívida pública. Os principais beneficiários da expansão rentista foram o capital bancário e dos grandes detentores de capital, incluindo, os ganhos de tesouraria dos ramos empresariais produtivos. Deste modo, a oferta de crédito privado é influenciada pelos ganhos obtidos com o circuito rentista, assim como o reinvestimento produtivo é impactado com o redirecionamento de somas de capital à valorização e acumulação fictícia (TAVARES, 1976). Segundo José Carlos Braga, 1992a, 2004, no País observa-se um capitalismo de finanças não industrializantes, o qual não se ligou a ampliação da renda variável, ou seja, ao mercado acionário, assim como não se atrelou a expansão privada de crédito de longo prazo ao setor produtivo, mas a especulação junto ao mercado aberto de títulos públicos, o que representa uma contradição em termos especulativos.

A mesma institucionalidade proposta para promoção de conglomerados no País, promoveu a formação de um circuito especulativo sobre os mecanismos instituídos de controle da inflação e de liquidez baseados na emissão de títulos de curto prazo e rentabilidade garantida sobre as perdas inflacionárias e altas taxas de juros reais. Dito de outro modo, a formação do rentismo à brasileira encontra-se ligado as estratégias de promoção da grande indústria junto ao setor bancário. Entretanto, o estabelecimento de elevadas taxas de juros reais como forma de estimular os empréstimos estrangeiros e fomentar a expansão do sistema financeiro interno, associado a institucionalidade criada para fomentar o financiamento produtivo de longo prazo e suas posteriores alterações, incentivaram à preferência pela acumulação financeira dentro das próprias empresas frente ao custo de oportunidade em favor dos investimentos e reinvestimentos financeiros de caráter especulativo, como da não expansão do crédito privado barato ao setor produtivo.



Diante do elevado ingresso de capital estrangeiro no país a partir de 1968, sobretudo após a ampliação dos incentivos em 1976, a política de esterilização monetária foi incessantemente utilizada com o objetivo de administrar a liquidez da economia para realizar o controle inflacionário. Todavia, as contínuas operações de esterilização monetária produziram a ampliação da dívida pública interna e um sistema financeiro cada vez mais curto-prazista, aumentando a concentração da riqueza dos atores econômicos em ativos líquidos e de alta rentabilidade, assegurados pela indexação monetária. (TAVARES, 1976; LESSA, 1988; CRUZ, 1984). (Cf. XXXXXX, 2023)

As repetidas tentativas de ajuste da correção monetária (1974, 1979, 1982), por sua vez, reduziram a confiança na indexação oficial e ampliaram a dinâmica especulativa. A redemocratização ocorria diante do cenário de recessão econômica e inflação crônica, com a implementação do Plano Cruzado, em 1986, os títulos de dívida pública passaram a ser diretamente indexados ao circuito *overnight* (OLIVEIRA, 2010b), acelerando a dinâmica institucional rentista, possibilitando aos grandes detentores de capital um modo de obter liquidez e acumulação de riqueza em meio à aceleração inflacionária e à instabilidade macroeconômica que atravessou a década de 1980. Por sua vez, conforme Belluzzo e Almeida, 2002, a institucionalidade rentista passou a ser incorporada como forma de condução da política econômica por parte do Estado mesmo após a estabilização dos preços alcançada com a implementação do Plano Real, em 1º de junho em 1994.

Mesmo com o fim da aceleração inflacionária, o arcabouço institucional pelo qual o circuito rentista de ganhos financeiros do País era operado pode encontrar, através da elevada condução da taxa de juros reais que garantia a âncora cambial do Plano Real, meio para a manutenção da ciranda rentista. Essa observação é fundamental para a compreensão da natureza da indexação financeira, sua capacidade de adaptação e, principalmente, o peso relativo com que o capitalismo financeiro reorganiza sua acumulação e valorização fictícia. Entre 1994 e 1998, os ganhos proporcionados através da macroestrutura financeira pela qual a institucionalidade, por, então, Maria Conceição Tavares, nomeada por ciranda financeira, permitiu aos grandes detentores de capital



continuaram beneficiando-se das amplas variações das altas taxas de juros reais que buscavam garantir a âncora cambial.

Entre a estratégias de gestão da dívida pública e a condução da liquidez pelo BC, oportunidade para o rentismo à brasileira, 2002 - 2022.

Com o fim do Plano Real, a economia brasileira passou a operar sobre o tripé macroeconômico formado por câmbio flutuante, metas para a inflação e metas de superávit fiscal primário. O regime de metas para a inflação entrou em vigor em 1º de junho de 1999 tornando a taxa básica de juros, definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom), o instrumento para viabilizar o cumprimento da meta do Copom para a inflação. Como consequência, a remuneração dos títulos atrelados à Selic, ou “selicados”, passou a estar ligada à condução das expectativas dos agentes financeiros com relação à meta de inflação. Por sua vez, com a Lei de Responsabilidades Fiscal, de 4 de maio de 2000, determinou-se o fim das emissões de títulos públicos pelo Banco Central para a realização de suas operações de controle de liquidez. Ao entrar em vigor, em 2002, as emissões títulos públicos para efeito de política monetária passaram a ser responsabilidade exclusiva do Tesouro Nacional. (Cf. XXXXXX, 2023)

O estudo realizado sobre o funcionamento dos últimos 20 anos da ciranda financeira partiu da distribuição dos gastos com juros e seus devidos indexadores. O que exigiu a análise dos indexadores sob administração da Secretaria do Tesouro Nacional na gestão da DPFMi e daqueles decorrentes das operações de política monetária do Banco Central, encontrados no estoque da DBGG, as quais não são contabilizadas como gasto fiscal, contudo, afetam o gasto mobiliário da União.

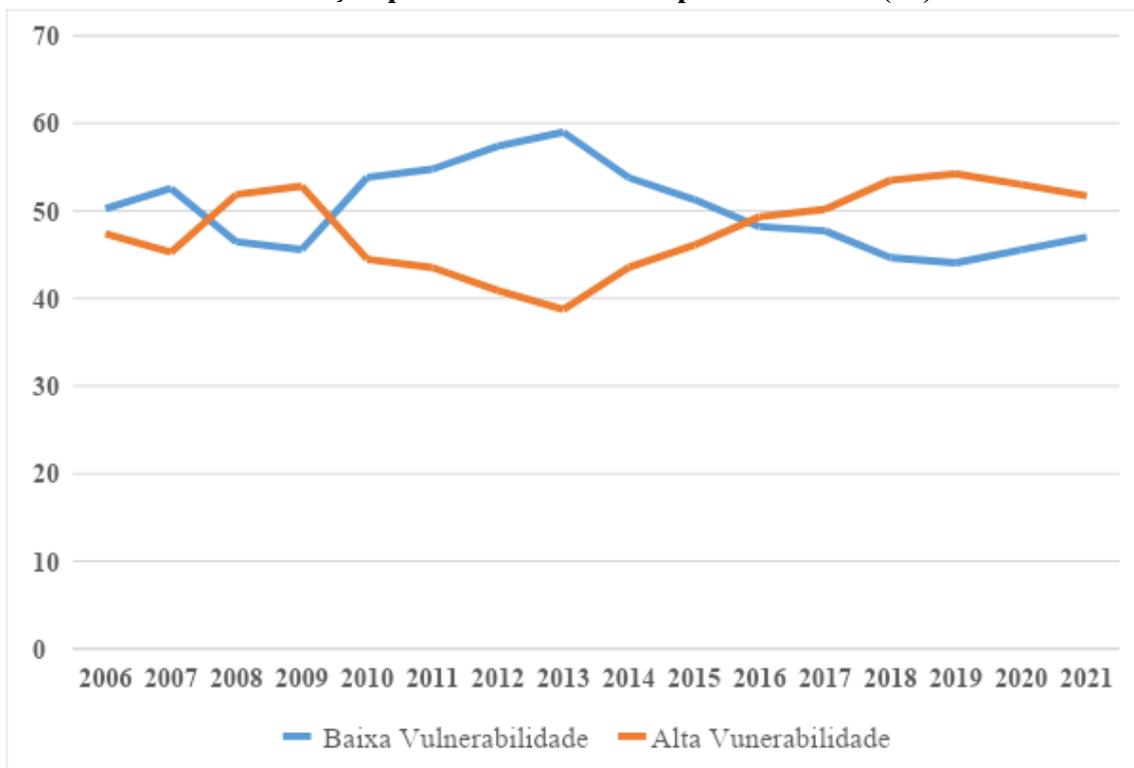
Deste modo, os indexadores que compõe a estrutura da DPMFi são distribuídos entre prefixados e índices de preços e taxa de juros flutuante (Selic e câmbio). Segundo classificação proposta por XXXXXX, 2023, para a estrutura de gestão da dívida pública, os dois primeiros indexadores (prefixados e preços) compõem o conjunto que fornece maior estabilidade e alongamento à estrutura da dívida pública. Já indexados à taxa de juros flutuantes compõem o conjunto que proporciona maior vulnerabilidade e menor prazo à composição da dívida pública.



Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2003 e 2006

Os anos de 2003 e 2005, a redução da sensibilidade externa e a recompra de títulos podres no mercado financeiro associada ao aumento da composição dos títulos de baixa vulnerabilidade estava promovendo o prolongamento da estrutura de endividamento administrada pelo Tesouro assim como a mudança de seu perfil, como pode ser observado no gráfico seguinte. O prazo médio dos títulos colocados no mercado pelo Tesouro, da DPMFi, era de 33,2 meses em dezembro de 2002 e 31,3 em dezembro de 2003 (Cf. STN 2003, p.30). Em 2006, o País passou a deter mais moeda estrangeira do que dívida cambial, deste modo, a redução da dívida externa esteve associada à melhora dos fatores da dívida pública, formando elementos de incentivo à elaboração da política de acumulação de reservas internacionais.

Gráfico 1. Evolução dos indexadores do Tesouro e Bacen
Distribuição percentual da dívida por indexador (%)



Fonte: Banco Central, XXXXXX, 2023, p. 141

Baixa Vulnerabilidade: Índice de preços e prefixados

Alta Vulnerabilidade: Selic e Câmbio

Dados DBGG nova metodologia



A antecipação de pagamentos ao Clube de Paris e ao FMI em 2006 tornou-se incentivo à participação do investidor estrangeiro na DPMFi o que impactou positivamente sobre a estratégia de alongamento da estrutura da dívida pública adotada pelo STN, o prazo médio da DPF se situou em 36,6 meses, enquanto o da DPMFi situou-se em 31,1 meses (STN, 2006, p. 27). Segundo o Tesouro Nacional, 2006, p. 23, os investidores estrangeiros possuem perfil distinto dos nacionais, o que corresponde dizer que os primeiros possuem maior propensão ao risco, e os segundos são tradicionalmente menos dispostos, reflexo das condições de ganhos rentistas proporcionados pela ciranda financeira, atrelada à títulos de dívida pública de curto prazo indexados à taxa de juros reais elevadas.

Como consequência do aumento da participação de estrangeiros através de Fundos de Investimento e Aposentadorias, os títulos prefixados tiveram aumento de procura, ampliando a participação de indexadores de menor vulnerabilidade à DPMFi.

Do ponto de vista estrito da estratégia adotada pela STN para promoção do alongamento e redução da vulnerabilidade da estrutura da dívida pública do País, portanto, o aumento da participação de estrangeiros na DPFMi é fator de redução da sensibilidade da dívida a flutuações nas taxas de juros e câmbio, assim como à mudanças sazonais.

A adoção da política de acúmulo de reservas cambiais a partir de 2006, foi conduzida como estratégia de redução do risco cambial e manutenção da condição externa alcançada pela economia. Deste modo, as reservas internacionais cresceram 74% entre 2006 e 2007, quando passaram de R\$ 183 bilhões para R\$ 319 bilhões. Esse aumento do volume de reservas promoveu a expansão da liquidez monetária e em resposta, o BC lançou mão das operações compromissadas para esterilização monetária, registrando um aumento de 108% no ano de 2006 em relação a 2005, conforme tabela seguinte.



Tabela I. Operações Compromissadas (2002 – 2021) (R\$ milhões)

Ano	R\$ milhões	% pib	Ano	R\$ milhões	% pib
2002	77.089	5,18	2012	523.995	10,88
2003	65.810	3,83	2013	528.734	9,92
2004	58.892	3,01	2014	809.063	14,00
2005	37.168	1,71	2015	913.280	15,23
2006	77.367	3,21	2016	1.047.484	16,71
2007	187.416	6,89	2017	1.064.980	16,17
2008	325.155	10,46	2018	1.128.342	16,11
2009	454.710	13,64	2019	951.508	12,88
2010	288.666	7,43	2020	1.235.799	16,55
2011	341.878	7,81	2021	981.436	11,31

Fonte: Banco Central. XXXXXX, 2023, p. 117

Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2008 e 2009

Entre 2008 e 2009, o País atravessou a crise financeira internacional, nesse período houve maior oferta de títulos indexados à Selic e ao câmbio por parte do Tesouro Nacional. Foram oferecidos ao mercado títulos com maior vulnerabilidade, o que pode ser observado desaceleração da trajetória ascendente dos títulos de baixa vulnerabilidade junto ao perfil da DPMFi, conforme o gráfico anterior. A estratégia do Tesouro Nacional foi adotada como forma de reduzir a exposição dos prefixados ao aumento do prêmio de risco, portanto, do aumento dos juros na estrutura de longo prazo da dívida (Cf. STN, 2008, p. 36)

No mesmo período, registrou-se aumento da pressão inflacionária (o índice IPCA passou de 4,46% em 2007 para 5,9% em 2008), em resposta a essa elevação o COPOM elevou a taxa de juros reais de 6,19% no ano anterior para 8,55%, uma elevação 2,36 p.p na taxa básica de juros. Ao mesmo tempo, no momento agudo da crise financeira internacional a Autoridade Monetária brasileira decidiu relaxar o depósito compulsório como forma de fomentar a liquidez do sistema (Cf. STN, 2008, p.14). Contudo, essa combinação de medidas, elevação da taxa de juros e redução do compulsório fomentou à liquidez do sistema financeiro nacional, promovendo a aplicação mobiliária em indexadores de alta vulnerabilidade no mercado de dívida pública, como no mercado aberto através do aumento das aplicações interfinanceiras, puxada pelas operações compromissadas remuneradas pela taxa Selic. (OLIVEIRA;



VAZQUEZ; WOLF, 2017, p. 108). O comportamento conservador dos detentores do grande capital no País encontrar oportunidade para manterem suas aplicações conservadoras. Conforme observado na tabela seguinte sobre a composição da DPMFi, a participação de LTFs em 2008 e 2009 aumentou de 43,4% e 47,2% respectivamente. Por outro lado, através do mercado aberto, conforme tabela anterior, houve um aumento de operações compromissadas de 3,1 p.p., as quais passaram de 10,5% em 2008 para 13,6% do PIB em 2009.

Tabela II. Distribuição percentual da dívida, principais indexadores %

Ano	Selic	Índices de preços	Prefixada	Cambial	Outros	Ano	Selic	Índices de preços	Prefixada	Cambial	Outros
2006	35,6	20,2	30,0	11,8	2,4	2014	37,7	24,6	29,2	5,8	2,7
2007	37,6	22,3	30,3	7,7	2,2	2015	39,2	23,2	28,1	6,9	2,6
2008	43,4	22,5	24,0	8,5	1,7	2016	43,8	22,8	25,4	5,5	2,5
2009	47,2	21,2	24,4	5,6	1,6	2017	44,8	21,8	25,9	5,3	2,1
2010	39,1	23,2	30,7	5,3	1,7	2018	47,6	20,3	24,4	5,9	1,9
2011	38,7	24,0	30,8	4,8	1,7	2019	48,1	20,2	23,9	6,1	1,7
2012	36,0	26,6	30,8	4,9	1,7	2020	46,1	19,2	26,3	7,0	1,4
2013	33,4	26,7	32,3	5,4	2,3	2021	44,7	23,7	23,3	7,0	1,3

Fonte: Banco Central XXXXXX, 2023, p. 125

Em 2009, as boas condições apresentadas pela economia revertem o cenário cambial de 2008, e nesse mesmo ano o país alcançou a condição de credor do FMI, condição inédita, até então, o que estimulou a participação de não-residentes com destaque para os Fundos de Previdência no mercado de dívida pública brasileiro, permitindo a colocação de títulos de baixa vulnerabilidade pela STN e melhorando o perfil e a estrutura da dívida pública.

Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2010 a 2014

Para enfrentar a desaceleração internacional o centro das políticas anticíclicas adotadas pelo Governo a partir de 2010, passou a ser o incentivo ao mercado doméstico. Nesse sentido, a ampliação do BNDES junto aos setores produtivos contou com a emissão direta de títulos do Tesouro, a exemplo do Programa de Aceleração do Crescimento, o PAC, tanto em sua primeira, quanto em sua segunda fase.

A partir de 2010 os Relatórios Anuais da DPF trazem dados sobre a composição da base de investidores da DPMFi. A análise dos dados apresentada dispõe que em



2010, a base de investidores da DPMFi esteve distribuída da seguinte forma: 37,3% bancos, 30,2% fundos, 14,4% fundos de previdência, 11,6% não-residentes, 3,8% seguradoras e 2,4% outros. Já a distribuição dos indexadores por detentor em 2010 foi a seguinte: a carteira dos Fundos em 2010 foi composta por 59,6% de títulos indexados à taxa de juros Selic, seguido por 29,6% da carteira dos bancos e 23,6% de Seguradoras. Os títulos prefixados corresponderam a 83,2% dos títulos de não-residentes, seguido por 49,4% da carteira de Instituições Financeiras e 22,8% de Fundos de Investimento. Índice de preços corresponderam a 73,8% da carteira de Fundos de Previdência. Do ponto de vista da distribuição por prazo de vencimento, a carteira dos investidores foi distribuída da seguinte forma: 31,1% dos títulos carregados por Instituições Financeiras possuíam até 1 ano de maturação, seguido por 22% de não residentes e 16,4% de fundos de investimento. Títulos com maturação de 1 a 3 anos representavam a carteira de 46,3% de Fundos de Investimento, 45,7% de não-residentes e 41,5% de Bancos. Por sua vez, títulos entre 3 e 5 anos de maturação corresponderam a 25,6% da carteira de Fundos de Investimento, 20,9% da carteira de não-residentes e 18,4% de Bancos. Por fim, títulos com maturação superior a 5 anos compuseram 52,6% da carteira de fundos de previdência, seguido por 40,9% de seguradoras e 11,7% de fundos. (Cf. XXXXXX, 2023)

A análise realizada sobre os Relatórios Anuais da Secretaria do Tesouro apresenta alterações quanto a distribuição dos investidores na estrutura da DPMFi, contudo, é possível estabelecer os seguintes grupos de investidores que aparecem maior número de vezes desde 2010, quando esses dados começam a ser apresentados:

Tabela III. Distribuição dos principais investidores na DPMFi



Instituições Financeiras: carteira própria dos bancos comerciais (incluindo estatais e de desenvolvimento) e de investimento nacionais e internacionais, além de corretoras e distribuidoras.

Fundos: todas as aplicações em títulos públicos feitos a partir de fundos de investimento, excetuando-se aquelas detidas por ou com participação de fundos de previdência, investidores não residentes, seguradoras, governo e Instituições Financeiras.

Investidores não-residentes: individuais ou coletivos, pessoa física ou jurídica de Fundos ou de outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior. Está incluso nessa categoria os títulos detidos por não residentes carregados por fundos de investimento.

Previdência e Seguradoras: Previdência aberta, fechada, dentre outros.

Governo: fundos e recursos administrados pela União, tais como FAT, FGTS, Fundos Extramercados, Fundo Soberano, fundos garantidores.

(STN, 2011, p. 41, apud, XXXXXX, 2023, p 130.)

Em 2011 Governo e Tesouro Nacional tomaram importante medida para alteração da composição da carteira dos Fundos Extramercados, os quais trocam a posição de seus investimentos junto a títulos com alta vulnerabilidade e passam a compor suas carteiras, preferencialmente, com títulos prefixados e NTN-B, ou seja, de longo prazo e de baixa vulnerabilidade. Segundo a STN, (2012) a mudança correspondeu a uma redução 11% do estoque de LFTs presentes, então, no mercado, o que refletiu positivamente no perfil e na estrutura de vencimento da DPMFi, conforme pode ser observado no Gráfico 1. Ainda segundo o Tesouro (2012), no mesmo ano foram realizadas R\$60,2 bilhões em Emissões Diretas, sendo R\$50,2 delas dirigidas ao BNDES. As emissões contribuíram para o aumento do estoque da DPMFi, entretanto, as mesmas foram feitas respeitando a estratégia de gestão do Tesouro, promovendo o alongamento e a baixa vulnerabilidade da estrutura da dívida interna.

No ano seguinte, 2012, um novo programa econômico com ativa participação do Governo foi lançado, nomeado Nova Matriz Econômica e novas emissões diretas foram realizadas pelo Tesouro Nacional. Do total de R\$ 191,18 bilhões, R\$55 bilhões foram dirigidos ao BNDES e distribuídos mormente entre papéis de baixa sensibilidade e



longo prazo, em seguida, R\$8,1 bilhões foram direcionados ao Banco do Brasil, conforme a estratégia de baixa vulnerabilidade do Tesouro, e outros R\$13 bilhões, foram repassados à Caixa Econômica Federal, também conforme a estratégia de gestão da dívida. Como parte da estratégia para injeção de liquidez na economia, entre setembro de 2012 e junho de 2013, houve a redução das taxas de juros pelo Banco Central, conforme tabela IV. O mercado de títulos de dívida pública respondeu à redução da taxa básica de juros com a diminuição dos títulos de curto prazo, que passaram de R\$ 425 bilhões para R\$ 395 bilhões, respectivamente, correspondendo a uma redução de 7% do valor relativo às LFTs, conforme pode ser observado na tabela IV.

Tabela IV. Taxa de juros reais (%), PIB (%), LFT (R\$ milhões) (2007 – 2022)

Ano	Taxa de juros reais	PIB	LFT	Ano	Taxa de juros reais	PIB	LFT
2007	6,19	6,1	409.024	2015	4,65	-3,5	626.192
2008	8,55	5,1	453.131	2016	8,18	-3,3	868.480
2009	4,89	-0,1	500.224	2017	3,77	1,3	1.112.710
2010	5,99	7,5	521.705	2018	2,35	1,8	1.370.382
2011	5,16	4	548.664	2019	0,3	1,2	1.648.889
2012	1,11	1,9	424.949	2020	-2,5	-3,3	1.739.303
2013	4,14	3	395.065	2021	0,01	4,6	2.063.543
2014	5,92	0,5	418.587	2022	8,64	2,9	

Taxas de juros reais ao final do período

Fonte: Banco Central. XXXXXX, 2023, p. 132

Entretanto, com a elevação das expectativas de inflação acima da meta, somadas às medidas de estímulo ao crédito através da utilização dos bancos do setor público, a ampliação da liquidez novamente foi direcionada pelo comportamento conservador dos investidores brasileiros, refletido no aumento das operações compromissada conforme dados apresentados pela Tabela I.

No ano de 2011, as operações compromissadas corresponderam a R\$ 342 milhões, entre 2012 e 2013 elas registraram respectivamente R\$524 milhões e 529, correspondendo a 10 e 11% do PIB. Em julho de 2013, houve o retorno da condução de



política monetária restritiva frente ao o desafio de reduzir a pressão inflacionária do período, contudo, mesmo diante dessa mudança foi possível manter o Planejamento Anual de Financiamento proposto pelo Tesouro, conforme o RAD de 2014.

Por meio das emissões diretas promovidas pelo Tesouro o Governo conseguiu estimular a concessão de crédito na economia através dos bancos do setor público. A proposta era promover a liquidez em um período em que a crise financeira iniciada em 2008 apresentava desdobramentos através da desaceleração econômica de países Europeus, gerando impactados sobre o aquecimento da economia interna. Trocas de carteiras dos Fundos Extramercados novamente foram realizadas e nesse ano, 2012, R\$61 bilhões foram substituídos por títulos de baixa vulnerabilidade, o FGTS redistribuiu R\$38,1 bilhões entre títulos do mesmo perfil e vencimento. Mais uma vez, a mudança do perfil da carteira dos Fundos Extramercados teve impacto positivo na condução da estrutura da DPMFi, conforme pode ser observado no gráfico 1. Todavia, a medida adotada por Governo e Tesouro ocorreu em um contexto de queda da dinâmica da economia interna, deste modo, conforme XXXXXX, 2023, p.132, a nova rodada de mudança de perfil dos Fundos Extramercados realizada em 2012 contribuiu para a manutenção da estratégia da STN para promover a baixa vulnerabilidade e o alongamento dos prazos de vencimento da DPMFi.

Em 2014, foi registrado variação de 0,5% pib, as medidas tributárias e estímulos fiscais propostos pelo Governo não conseguiram impedir a desaceleração da economia. Conforme o Relatório da Dívida Pública do Tesouro (2015), o desempenho menor do que o projetado ao período somou-se ao aumento da inflação (6,41% IPCA), o que resultou em elevação das taxas de juros. Segundo XXXXXX (2023), mesmo tendo alcançado todas as metas previstas para o ano, 2014 foi um ano de inflexão na manutenção da gestão realizada pela STN da estrutura e composição da dívida pública interna, a trajetória positiva iniciada em 2008, quando o país foi elevado a grau de investimento, foi interrompida, conforme pode ser observado através do gráfico 1. A condução proposta pela STN de oferecer títulos com baixa vulnerabilidade no mercado de títulos não foi capaz de capturar a liquidez presente no sistema financeiro nacional em um contexto de desaceleração econômica. Deste modo, a elevação da taxa de juros pela Autoridade Monetária premiou os proprietários do grande capital financeiro, os

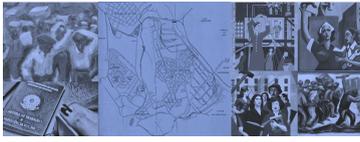


detentores de riqueza financeira em um contexto de desaceleração econômica, em linha com a dinâmica descrita pela ciranda financeira e da sua característica pró-cíclica (OLIVEIRA; CARVALHO 2010). Conforme tabela 1, entre 2013 e 2014 há uma elevação de 53% nas operações compromissadas voltadas ao controle da liquidez do mercado, de R\$ 529 bilhões para R\$ 809 bilhões.

Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2015 a 2016

Em meio a forte turbulência econômica internacional, com a desaceleração da economia chinesa e a desvalorização o *yuan*, e a crise política interna pressionada pela abertura do processo de impeachment, a economia brasileira entrou em recessão entre, 2015 e 2016, com o registro de $-3,5\%$ e $-3,3\%$ do PIB respectivamente. A decomposição das condições econômicas anteriores interrompeu a trajetória de estabilidade com baixa sensibilidade e prolongamento da estrutura da DPMFi, conforme gráfico 1, ou seja, a estrutura da dívida administrada pela STN passou a refletir a elevação da taxa de juro real e a deterioração cambial do período, ambos indexadores de alta vulnerabilidade e sensibilidade. Portanto, a estrutura da DPMFi passou a refletir o aumento em sua composição de títulos com maior vulnerabilidade na composição e redução da sua estrutura de vencimentos, elevando o custo da dívida no curto prazo. Simultaneamente, em meio ao cenário de recessão houve a perda do grau de investimento do país em 2015, gerando a redução da participação de não-residentes na carteira do Tesouro Nacional, reduzindo a participação dos títulos de menor sensibilidade a choques e maior tempo de maturação na DPFMi. Segundo os dados apresentados pela Secretaria do Tesouro Nacional (2016), em 2015, 58% dos títulos dos Fundos de Investimento estiveram investidos em títulos flutuantes, assim como 32% da carteira das Seguradoras com 32%, e 24% dos títulos dos Fundos de Previdência, com conforme limite determinado pelo CMN.

Por sua vez, o custo de carregamento do estoque de reservas internacionais, assim como a própria manutenção da política de reservas cambiais adotada desde 2006 pelo Banco Central passou a gerar forte pressão sobre os custos da DPMFi diante da desvalorização cambial em meio ao contexto recessivo.



Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2017 a 2020

Entre os anos de 2017, 2018 e 2019, a economia registrou crescimento com 1,3%, 1,8% e 1,2% do PIB, respectivamente. Conforme a STN (2017), com a redução da taxa de juros reais registrada no período (3,77% ao final de 2017, para 2,35% ao final de 2018 e chegando a 0,3% ao final de 2019), houve a redução do custo médio da DPFMI. No mesmo triênio, houve a redução da utilização das operações compromissadas, com diminuição de aproximadamente 5% entre 2017 e 2018 e novamente em 15% entre 2018 e 2019. Por sua vez, a redução da utilização de operações compromissadas deu-se pelo contexto de inflação dentro da meta e condução da política monetária flexível, ou seja, taxa de juros reais negativas, em um contexto de baixo crescimento econômico. Entretanto, conforme XXXXXX (2023) assim como em 2008 e 2009, o Tesouro optou pela oferta de títulos com baixa maturação e maior sensibilidade, como forma de não comprometer a estrutura de longo prazo da dívida pública, tendo em vista que os títulos de curta maturação, como as LFTs e prefixados de curta duração possuem prêmio de risco nulo, pois são altamente sensíveis a flutuação dos juros do mercado, em condições de turbulência econômica. Deste modo, o Tesouro Nacional faz uso dessa estratégia como forma de não contaminar a estrutura de longo prazo com prêmios de risco elevados. Contudo, se por um lado, o custo em si dos títulos de alta vulnerabilidade é reduzido em período de baixa taxa de juro real, por outro lado, o custo de carregamento dos mesmos se eleva quando a condução da política monetária é restritiva, correspondendo ao seu histórico.

Destaca-se que entre 2020 e 2021, a trajetória de baixo dinamismo econômico em associação ao contexto de pandemia da COVID-19, a qual impôs séries de restrições à circulação de pessoas no mundo inteiro, impactando a sociedade e economia de todos os países, conforme sua vulnerabilidade, levou a queda das expectativas inflacionárias e a taxa de juros reais a um patamar negativo, de -2,5%. Nesse ano a economia apresentou crescimento negativo do PIB de -3,3% e novo aumento da liquidez econômica, observada pelo aumento de aproximadamente 28% nas operações compromissadas.

Conforme a Secretaria do Tesouro Nacional sobre a composição da carteira por títulos no ano de 2017 foi possível observar determinadas modificações: títulos remunerados a partir de índice de preços compunham 51% de da carteira dos Fundos de



Previdência, destacando forte redução do setor. Já os títulos prefixados representaram 89% da carteira de não-residentes, contudo, tais títulos com curto prazo de vencimento de até um ano, comportamento que foi repetido nos anos seguintes. Já a distribuição dos títulos por prazo entre os investidores com vencimento de até um ano correspondeu a carteira de 41% de não-residentes, seguido por 35% Governo, apresentando crescimento da participação do Governo nessa faixa de vencimento, e 33% Instituições Financeiras. Entre 1 a 3 anos correspondeu a 41% dos papéis dos Fundos, 40% dos papéis do Governo e de Instituições Financeiras, seguido de 25% não-residentes. Entre 3 e 5 anos, 26% Seguradoras, e 22% dos títulos dos Fundos de Previdência. Vencimento superior a 5 anos correspondeu a 40% da carteira de Fundos de Previdência, uma redução de 12,6 p.p em relação a 2010. Segundo o Relatório Anual da Dívida Pública de 2020, a redução da participação de não-residentes em títulos de maior maturação refletia as condições da crise estabelecida pela COVID-19. (Cf. XXXXXX, 2023)

Gestão do Tesouro Nacional e Banco Central – 2020 e 2022

Forte redução das taxas de juros reais ocorrida em 2020, por sua vez, -2,5% ao final do período, ocorreu em meio à Pandemia da Covid-19. As condições impostas pela quarentena e os seus reflexos sobre a circulação de bens e pessoas durante aquele ano de 2020 refletiram-se na desaceleração interna da economia (-3,3% PIB) e em maio registro de -0,38 de inflação seguindo o IPCA, a menor inflação registrada desde a implementação do Plano Real. Contudo, o cenário inflacionário reverteu-se e ao final do ano de 2020, quando o IPCA registrou 4,25% de inflação acumulada. O BC fez alterações sobre a alíquota do compulsório como forma de ampliar a liquidez da economia, contudo, a redução do compulsório de 25% para 17% em março de 2020, refletiu em uma variação de 2,5 p.p sobre o custo das operações compromissadas em relação ao PIB em 2020, atingindo R\$ 1.235 trilhões em 2020, conforme tabela I.

No ano seguinte, 2021, as expectativas de elevação da taxa de juros foram correspondidas e ao final do ano houve o abandono da flexibilização monetária em resposta à inflação acumulada de 10% ao final de 2021. No ano de 2021, as emissões de dívida pública indexadas taxa Selic, as LFTs, somaram R\$ 2 trilhões enquanto as operações compromissadas registraram R\$ 981 bilhões.



Em 2022, a manutenção de elevada expectativa inflacionária e com isso, da retomada da política restritiva do Banco Central, impactou diretamente sobre o custo e o prazo de vencimento da DPFMi. A dívida pública apresentou maior sensibilidade à mudança da taxa Selic reflexo da estratégia adotada pelo Tesouro no ciclo de flexibilização da taxa de juros. Ao final de 2022, a taxa de juro real determinada pelo COPOM atingiu 8,64%, deste modo, impactando sobre o custo da DPMFi em meio a uma maior composição de títulos com alta vulnerabilidade, conforme estratégia adotada pela STN em meio a flexibilização da política monetária adotada nos anos anteriores. Quanto à base de investidores, as Instituições Financeiras se mantiveram como principais investidores representando 29,5%, seguidos pelos Fundos de Investimento com 24% e Fundos de Previdência com 22,8%. Já os maiores detentores de LFTs foram Fundos de Investimento com 38%, seguidos por Instituições financeiras com 33% e 18% de Fundos de Previdência. Por sua vez, os Fundos de Previdência seguiram sendo os maiores detentores de NTN-B, com 44%, seguidos dos Fundos de Investimento com 20%. Das NTN-F, 43% foram detidas por não-residentes e 34% por Instituições Financeiras.

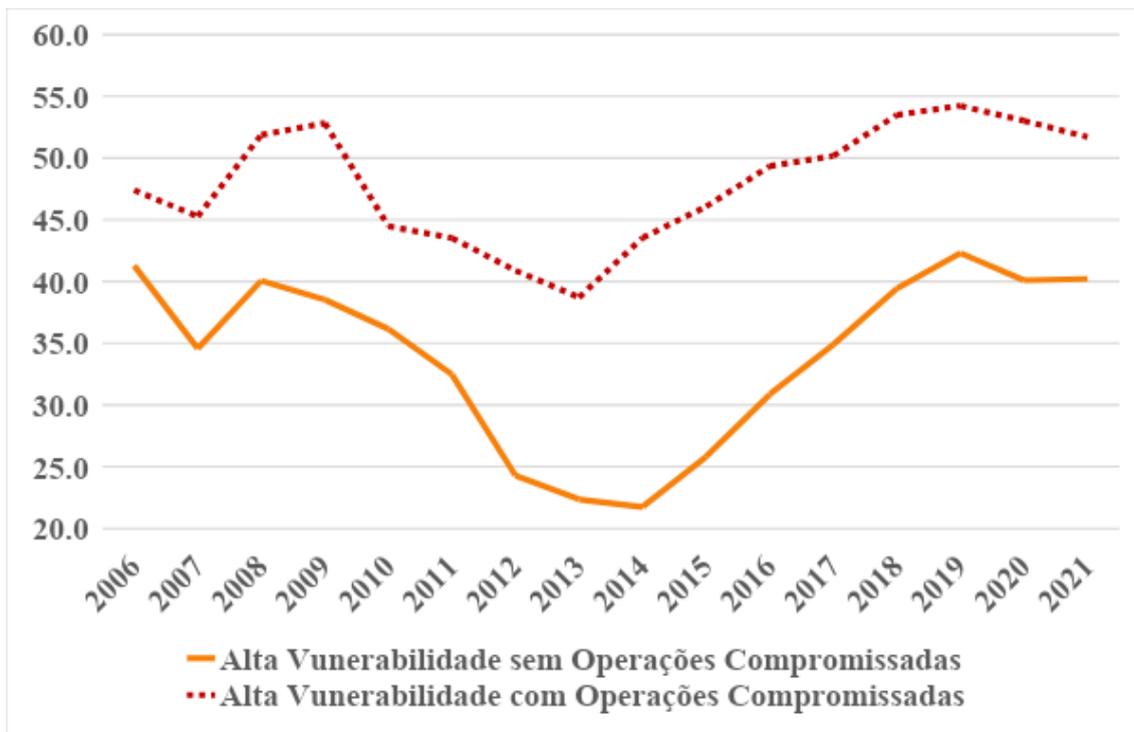
Conforme a Secretaria do Tesouro Nacional, condição que possibilita a melhora do perfil da DPMFi é o aumento da participação de não-residentes que possuem demanda por títulos públicos de maior prazo de maturação, como exposto anteriormente, os quais ampliam a oferta de NTN-F e NTN-B, especialmente demandadas por Fundos de Previdência, os quais apresentaram redução de sua participação da DPFMi desde 2017. Contudo, conforme a literatura sobre o assunto aponta em especial, Catherine Sauviat a atuação de Fundos de Previdência Privada traz consigo uma série de impactos, especialmente sobre o mercado de trabalho e as regulamentações trabalhistas, exatamente a quem se dirigem os fundos.

Através da elaboração do gráfico abaixo é possível observar o impacto das operações compromissadas sobre a estrutura do endividamento público. Nele são comparadas a curva desempenhada pelo conjunto de indexadores de alto risco com e sem a contabilização de operações compromissadas. O objetivo do gráfico é ilustrar o peso das operações compromissadas - utilizadas pelo Banco Central para condução da liquidez monetária e alcance da meta de inflação - sobre à estrutura de endividamento



público. Os dados apresentados através da nova metodologia, da DBGG, vigente a partir de 2009 contabilizam o custo decorrente das operações compromissadas do BC aos indexadores, permitindo a elaboração de um gráfico que reúne o impacto dos indexadores sobre a dívida, ou seja, através da nova metodologia da DBGG temos a apresentação dos dados do Tesouro e do Bacen, conforme gráfico II.

Gráfico II. Evolução dos indexadores de Alta vulnerabilidade com e sem Operações Compromissadas. Distribuição percentual da dívida (%)



Fonte: Banco Central, XXXXXX, 2023, p. 129

Baixa Vulnerabilidade: Índice de preços e prefixados.

Alta Vulnerabilidade: Selic, Câmbio e Operações compromissadas.

O peso relativo das operações compromissadas sobre a estrutura da DBGG impôs-se sobre a condução realizada pelo STN no intervalo agudo da crise financeira de 2008, entre 2008 e 2009, como pressionou por maior vulnerabilidade da estrutura do endividamento entre 2015 e 2016, período no qual a economia entrou em recessão, invertendo a estrutura de endividamento proposta pelo STN.

A análise do desempenho dos indexadores da DPMFi permite verificar as possibilidades de alterações de portfólio dos grandes detentores e administradores de



capital financeiro conforme as variações da conjuntura econômica. O aumento da pressão inflacionária e da desvalorização cambial sinalizam aos agentes econômicos a elevação da taxa de juros, como resposta amplia-se a composição da DPMFi desses indexadores, como a emissão de operações compromissadas. Ao mesmo tempo, o aumento da taxa de juros impõe o aumento dos custos da DPF, os quais, por sua vez, pressionam o ajuste fiscal do Governo, restringindo sua capacidade de promover investimentos produtivos, assim como a condução do desenvolvimento social e econômico estratégico. Por sua vez, a melhora nos indicadores econômicos, com perspectiva de redução dos juros e da inflação, amplia a demanda de títulos prefixados e remunerados pela variação de preços, caracterizando o comportamento pró cíclico do rentismo à brasileira. (OLIVEIRA; CARVALHO 2010, XXXXXX, 2023).

Portanto, conforme XXXXXX (2023, p. 141), as operações compromissadas conflitam com a estratégia do STN de promover uma estrutura alongada, com baixo custo e reduzida vulnerabilidade, especialmente nos períodos de maior incerteza econômica. Nos períodos nos quais o STN conseguiu promover a composição e a estrutura de vencimentos da DPMFi com maior estabilidade e menor sensibilidade, contudo, a manutenção de taxa básica de juros elevada, indexadora das operações compromissadas, impactou a estrutura do endividamento público à revelia dos esforços implementados pelo STN.

Conclusão

Desarticular a ciranda financeira figura como obstáculo a ser superado por todos os governos que se interessem pela promoção de desenvolvimento socioeconômico com distribuição de renda e investimento produtivo, contudo, o acesso dos detentores de riqueza financeira a opções de rentabilidade garantida pela dívida pública, seja através do mercado aberto e ou pelo mercado de títulos é fator limitante para a desindexação dos títulos de dívida pública à alta taxa de juros de curto prazo.

A assimétrica relação existente entre Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional promovem o funcionamento da institucionalidade que oportuniza ganhos rentistas através do complexo sistema de indexação financeiro apresentado na seção anterior. Desta forma, o acesso dos grandes detentores de capital à garantia consolidada



de rentabilidade e liquidez proporcionada pela conciliação entre sistema sofisticado de indexação da riqueza financeira e elevada taxa básica de juros reais é a principal razão para a não supressão da indexação dos títulos de dívida pública à (alta) taxa de juros de curto prazo e a consequente baixa funcionalidade do sistema financeiro nacional. (Cf. XXXXXX, 2023, p. 145)

Ao observar o peso relativo da condução monetária sobre a estrutura da DBGG através das operações compromissadas constou-se que elas se impuseram sobre a gestão estratégica realizada pela Secretaria do Tesouro Nacional levando a inversão da estrutura de endividamento proposta pelo Tesouro Nacional, tanto no intervalo agudo da crise financeira de 2008, entre 2008 e 2009, quanto no período no qual a economia entrou em recessão, entre 2015 e 2016. Deste modo, a existência da operação compromissada indexada à elevada taxa Selic, a Selic *over*, amplia e aprofunda a vulnerabilidade da economia em períodos de incerteza e instabilidade. Por outro lado, a gestão da estrutura da dívida pública teve seu resultado atenuado nos períodos de estabilidade macroeconômica, como observado no intervalo entre os anos de 2010 e 2014, tal qual pode ser conferido no gráfico anterior.

Por outro lado, a gestão estratégica da dívida pública feita pelo Tesouro Nacional não pressiona a liquidez econômica. A relação dissonante entre ambas as esferas remonta ao modo como a institucionalidade financeira foi estabelecida entre 1964-1965, a mesma responsável por permitir à liquidez financeira obter ganhos através de títulos públicos de curto prazo indexados à elevada taxa de juros reais, ou seja, efeitos diretos da ciranda financeira. Desta feita, a administração da política monetária, realizada pelo Banco Central, impõe as condições de financiamento encontradas pelo Tesouro Nacional, afirmando a dominância da política monetária sobre a política fiscal, reflexo colateral da dominância financeira, em que a política monetária passa a operar como eixo organizador e regulador da economia. (Cf. BRUNO; CAFFE, 2017)

Como uma espécie de ponto cego envolvendo a relação Tesouro Nacional - Banco Central, a liquidez do sistema financeiro encontra espaço para obtenção de remuneração líquida e conservadora: seja mediante oferta de títulos do tesouro em momentos de instabilidade aguda, como entre 2008 e 2009 e, novamente, entre 2015 e 2016, e 2020 e 2021, em que optou-se pelos títulos de alta vulnerabilidade e curto prazo à contaminação da estrutura da dívida com prêmios de risco elevados, os quais seriam formados com a oferta de títulos de



longa maturação; seja mediante operações do BC frente à formação das expectativas de liquidez e inflação da economia, em que atua com a elevação da taxa de juros reais e a execução de operações compromissadas para administrar a liquidez no mercado monetário. Como consequência dessa dinâmica, torna-se aguda a gestão da dívida pública, implicando de tempos em tempos em reformas legislativas que buscam alterar o regime fiscal com o propósito de acomodar os rendimentos dos detentores de riqueza, através de medidas que reduzem a capacidade de investimento público voltadas ao desenvolvimento econômico e social do País. XXXXXX, 2023, p. 143.

O desempenho do Banco Central do Brasil e da Secretaria do Tesouro Nacional é correspondente as suas funções tradicionais e internacionalmente observadas, contudo, são as condições em que o sistema financeiro do País foi formado e que permaneceram operantes mesmo diante das modificações percorridas pela economia ao longo de quase seis décadas, as causas responsáveis pela distorção existente entre a condução da política monetária e fiscal do país. Portanto, o funcionamento da ciranda financeira é reflexo questões não superadas presentes desde as reformas do sistema financeiro e bancário implementadas logo nos primeiros anos da Ditadura Militar brasileira, 1964 e 1965.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (Org.). ALMEIDA, Júlio Gomes de (Org.). *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BRAGA, José Carlos. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Revista Economia e Sociedade*, n.2. Campinas: IE/UNICAMP, 1993a.

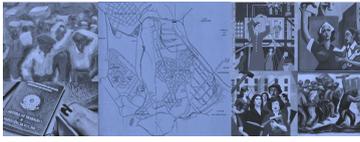
_____. Finanças industrializantes para a estabilização e o desenvolvimento. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, p.1-30, 1992a.

_____. Financeirização global - Padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo in TAVARES, Conceição (Org.); FIORI, Luiz (Org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1998

_____. *Reflexões sobre Dinâmica Capitalista*. Instituto de Economia, Unicamp, Livre Docência, dez. 2004.

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017.

BUHKARIN, Nikolai I. *A economia mundial e o imperialismo: esboço econômico*; tradução de Raul de Carvalho. São Paulo: Nova Cultural, 1988.



XV Congresso Brasileiro de História
Econômica & 16a Conferência
Internacional de História de Empresas
Osasco, 02 a 04 de outubro de 2023



ASSOCIAÇÃO
BRASILEIRA DE
PESQUISADORES
EM HISTÓRIA
ECONÔMICA

SAUVIAT, Catherine. *Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário*. in *Finança Mundializada. Raízes sociais e políticas, configuração consequências*. CHESNAIS, François org. São Paulo: Boitempo, 2005.

CRUZ, Paulo Davidoff. *Dívida Externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta* (1984). Coleção Teses, 2º ed. Campinas, Unicamp, 1999

HILFERDING, Rudolf. *O Capital Financeiro*. Introdução Tom Botmore; tradução de Reinaldo Mestrinel. São Paul, Editora Nova Cultura, 1985.

LENIN, Vladimir. *O imperialismo: fase superior do capitalismo*. São Paulo : Global, 1987.

LESSA, Carlos. TESE. *A estratégia de desenvolvimento 1974 - 1976*. Brasília: Fundação Centro de Formação do Servidor Público, 1988.

LUXEMBURGO, Rosa. *A acumulação do capital*; tradução de Luiz Alberto Moniz Bandeira. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2021.

MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967 – 1973). *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, nº3 (31), p. 343 – 369, dez. 2007.

MARX, Karl. *O Capital: Crítica da Economia Política. O processo global da produção capitalista*. Volume III. Tradução: Regis Barbosa e Flávio R. Kothe, São Paulo, Nova Cultural, Os Economistas, 1985.

MAGDOFF, Harry. *Era do imperialismo*. São Paulo: Hucitec, 1978.

OLIVEIRA, Giuliano Contento. CARVALHO, Carlos Eduardo. Indexação Financeira e Comportamento Pró-Cíclico da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna no Brasil. *Análise Econômica*. Porto Alegre: UFRGS, v. 28, n. 53, p. 7-36, mar., 2010.

_____. VAZQUEZ, Daniel Arias. WOLF, Paulo. A evolução da dívida e da necessidade de financiamento do setor público no brasil (1995 -2016): um balanço do período pós-real. *Revista de Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, UFRJ, v. 21, n. 3, p. 1-30, set - dez. 2017

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

XXXXXX. *Ciranda financeira no Brasil: gênese, trajetória e acumulação rentista (1964-2022)*. Instituto de Economia, Unicamp, Tese, 2023.

STREECK, Wolfgang. *Tempo Comprado. A crise adiada do capitalismo democrático*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2018.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. *Relatório Anual da Dívida Pública*. Brasília, 2003.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2004.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2005.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2006.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2007.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2008.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2009.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2010.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2011

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2012.



XV Congresso Brasileiro de História
Econômica & 16ª Conferência
Internacional de História de Empresas

Osasco, 02 a 04 de outubro de 2023



ASSOCIAÇÃO
BRASILEIRA DE
PESQUISADORES
EM HISTÓRIA
ECONÔMICA

- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2013.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2014.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2015.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2016.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2017.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2018.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2019.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2020.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2021.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2022.

TAVARES, Maria da Conceição. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Ensaios sobre economia brasileira*. 5ªed. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1976